



**LA CRESCITA
È NELLE TUE MANI.**

DA OLTRE 130 ANNI INSIEME
PER IL TERRITORIO.

**BANCA POPOLARE
DI PUGLIA E BASILICATA**
DAL 1883



SFC

Strategia Finanza e Controllo

PERIODICO DIRETTO DA ANTONIO SOFIA E ENZO TUCCI

Sommario

Editoriale
**Innoviamoci e costruiamo insieme
il nuovo mondo**
di Enzo Tucci

**Accesso al credito: l'insidia di
Basilea 3**
di Stefano Chiodi

**L'analisi della redditività delle
banche italiane in periodi di crisi
finanziaria e reale attraverso
l'esame dei valori di bilancio
(serie storica 2007-2014)**
di Paolo D'Amico

**Considerazioni sulle società in
dissesto: il caso Monte Paschi di
Siena**
di Stefano Meola

Rubrica: pratica professionale

**La Balanced Scorecard:
Case History-Galenica Senese Srl**
di Francesco Pazzaglia

**Gli intangibili: il patrimonio
invisibile**
di Furio Bartoli

SFC **Strategia Finanza e Controllo**

PERIODICO DIRETTO DA ANTONIO SOFIA E ENZO TUCCI

Sommario

- 3 Editoriale**
Innoviamoci e costruiamo insieme il nuovo mondo
di Enzo Tucci

- 4 Accesso al credito: l'insidia di Basilea 3**
6
di Stefano Chiodi

- 8 L'analisi della redditività delle banche italiane in periodi di crisi finanziaria e reale attraverso l'esame dei valori di bilancio (serie storica 2007-2014)**
15
di Paolo D'Amico

- 16 Considerazioni sulle società in dissesto: il caso Monte Paschi di Siena**
18
di Stefano Meola

Rubrica: pratica professionale

- 21 La Balanced Scorecard: Case History-Galenica Senese Srl**
24
di Francesco Pazzaglia

- 25 Gli intangibili: il patrimonio invisibile**
27
di Furio Bartoli

Direzione Editoriale

Prof. Antonio Sofia, Dott. Enzo Tucci

Cordinamento Redazionale

Segreteria ASFIM
segreteria@asfim.org

Progetto Grafico

Dott.ssa Antonietta Trotta
www.posizioneinversa.it

Autori

Dott. Furio Bartoli, Dott. Stefano Chiodi, Dott. Paolo D'Amico, Dott. Stefano Meola, Dott. Francesco Pazzaglia, Dott. Enzo Tucci.

N. 9 - ANNO 2016

Editoriale



Dott. Enzo Tucci
Segretario nazionale ASFIM

INNOVIAMOCI E COSTRUIAMO INSIEME IL NUOVO MONDO

L'incalzante velocità con cui la tecnologia sta creando nuove opportunità di business induce alla irrinunciabile revisione di modelli ormai inefficienti.

Molte industrie si stanno trasformando, basti pensare ad Airbnb che (senza possedere asset immobiliari) in pochi anni è divenuta l'azienda n. 1 al mondo per numero di notti vendute e di stanze disponibili.

Le occasioni di sviluppo sono enormi e quando non colte diventano minacce, spesso letali, per le aziende. L'intero ecosistema economico è chiamato a una rifondazione complessiva.

I modelli di business vanno ridisegnati e con essi le strategie, le organizzazioni e gli strumenti utilizzati dalle imprese.

Occorre un nuovo approccio, globale e olistico. È necessario creare un ponte tra l'industria tradizionale e quella innovativa, tra imprese e imprenditori consolidati da un lato e innovatori e startupper dall'altro.

Occorre incentivare l'incontro di questi due mondi (ancora distanti) affinché l'osmosi tra essi, consenta di cogliere le opportunità che i nuovi scenari presentano, per costruire così esperienze di successo.

È anche indispensabile creare strumenti utili a valorizzare e misurare le competenze e il valore strategico-innovativo di cui le startup sono intrise.

Ciascuno di noi è chiamato a dare il proprio contributo professionale. Coloro che si occupano di finanza devono verificare l'idoneità degli strumenti esistenti a misurare il valore delle startup innovative per proporre eventuali adattamenti e/o formule totalmente nuove.

Gli esperti di strategia devono verificare l'adeguatezza di metodi e strumenti sin qui utilizzati

e guadagnare confidenza con nuovi strumenti come l'Open Innovation, l'intelligenza artificiale, il Digital Marketing, la robotica, ecc., che offrono soluzioni strategiche prima impensabili.

Abbiamo il dovere di studiare questa ri(e)voluzione culturale per costruire proposte idonee a sostenere le nostre imprese.

Abbiamo il dovere di costruire nuove piattaforme, anche finanziarie, per sostenere gli investimenti privati in innovazione e start up.

Abbiamo il dovere di costruire insieme un ecosistema che valorizzando le innovazioni disponibili possa guadagnare competitività e entusiasmo.

Con ASFIM, e SFC, continueremo a dare il nostro contributo per mantenere l'attenzione sui temi indicati. Vogliamo ampliare il dibattito e, in questa ottica, vi invitiamo a scriverci* per ogni proposta e suggerimento.

* segreteria@asfim.org

Stefano Chiodi¹

L'accesso al credito: l'insidia di Basilea 3

PREMESSA

GOOGLE, *leader* del motore di ricerca: digitando "Basilea", per numerosissime pagine, si trovano informazioni geografiche, turistiche e calcistiche, tutto ciò, ben prima del primo *link* dedicato all'accordo internazionale, emanazione del G10.

Non fosse per la pubblicità, non verrebbe nemmeno il dubbio che a prendere il nome da questa bella cittadina svizzera, di circa 170.000 abitanti, possa essere uno dei "peggiori spettri" che incombe sulle aziende ogni qualvolta approvano e depositano il bilancio d'esercizio.

Nella realtà, nella *community* degli Uomini d'Azienda e dei Professionisti in ambito economico-giuridico, tale nome è ormai talmente tanto conosciuto e temuto, da far dimenticare, anche a chi era bravetto in geografia, che esiste la città, escludendo aprioristicamente che faccia venir voglia di fare le valige per una gita all'insegna della cioccolata e del "formaggio con i buchi": a sentir proferire quel nome, ormai, si contorcono le budella e la fame svanisce.

Intendimento di questo scritto sarebbe, se pur possa apparire una "causa persa", portare un po' di pace d'animo nei confronti di Basilea, sia che la si voglia considerare turisticamente parlando, sia facendolo divenire "conosciuto" parametro di valutazione del merito creditizio.

INTRODUZIONE ALLA CONOSCENZA

L'origine: brevi cenni

Visto che tanto "impatta" sulle Aziende e sul loro futuro, pare il caso di comprendere da dove derivi questa "regolamentazione", come si è evoluta e se si è cristallizzata.

Trova la propria origine (nel 1988) nell'esigenza dei Paesi appartenenti all'allora G10, di regolamentare la solidità del Sistema Bancario, al fine di scongiurare forti crisi sistemiche, introducendo un rapporto tra credito concesso e patrimonio detenuto "a riserva", il c.d. patrimonio di vigilanza (doveva ammontare ad almeno l'8%).

A distanza di 16 anni (nel 2004) viene raggiunto un nuovo accordo, che prende, per l'appunto, il nome di Basilea 2, entrato in vigore nel 2007: principale novità fu quella di riportare il patrimonio di vigilanza, da accantonare per ciascuna operazione di credito, con la rischiosità del credito concesso (non merita entrare ulteriormente nel dettaglio). Quello che forse è d'obbligo sottolineare, a costo di suscitare le ire dei sostenitori *tout court* delle banche, è che tale

"riforma" apparentemente ragionevole, fu invece per il Sistema Bancario come trovare l'uovo di Colombo: con la scusa di profilare la rischiosità dei clienti, con l'avvento delle cartolarizzazioni e della finanza derivata (ambo le operazioni si prestavano a cedere il proprio "rischio" magari abilmente mascherato) si dettero alla "pazza gioia", assumendosi grandi rischi, come nel caso dei mutui *sub-prime*.

Insomma, con Basilea 2 si posero o quanto meno consolidarono le basi della crisi sistemica che dura ancor oggi.

In piena crisi, nel 2010, arriva la svolta, rappresentata da Basilea 3, la quale introduce limiti fortemente restrittivi: la profilazione della rischiosità del Cliente diviene obbligatoria e rigorosa e, soprattutto, restrittiva (del credito) perché, di fatto, trasla sui Clienti tutte le limitazioni poste al sistema bancario, che colmo di "titoli spazzatura" (le famose cartolarizzazioni e i derivati) si vede obbligato a continui accantonamenti a riserva per future (presto diventate attuali) perdite.

Conseguenza fu che nel 2009 il Mercato Interbancario smise di funzionare, soppiantato dalla B.C.E. (e dalla F.E.D. - *Federal Reserve* negli U.S.A.) che da prestatore di ultima istanza (ultimo interlocutore delle banche nel reperire liquidità quando non la ottenevano scambiandosela nel Mercato Interbancario) divenne l'unica fonte di liquidità.

In quegli anni si diffuse il significato di *credit crunch* (stretta creditizia) e oggi, ancora, si registrano le conseguenze sull'economia reale (recessione/stagnazione, ecc.). Benché si possa definire Basilea 3 una vera e propria "cura d'urto", a distanza di anni, non è ancora riuscita a nutrire gli effetti sperati, tant'è che è in "cantier" Basilea 4: il timore che nuovi parametri restrittivi, imposti al Sistema Bancario, possano avere un ulteriore impatto negativo sull'economia reale è vivido, ed è ormai opinione ampiamente diffusa (o quanto meno è quella dello scrivente) che senza una ripresa del credito alle famiglie e alle imprese, l'economia non uscirà dall'attuale stagnazione.

Adozione di Basilea 3 da parte delle banche

La maggior parte degli Istituti hanno recepito gli obblighi introdotti da Basilea 3 mediante meccanismi di profilazione, diciamo così, "personalizzati" sotto il controllo delle Autorità Centrali (ci furono circa tre anni di *vacazio* per uniformarsi e rendere le novità pienamente operative: dal 2004 al 2007). Ciò comporta che il *rating* attribuito alla medesima Azienda a opera di più banche, inevitabilmente, sconta del-

01. Analista finanziario, Consulente in finanza d'azienda.

le differenze, se pur contenute.

Come vedremo nel seguito, una strategia possibile (piuttosto in uso), è quella di farselo dichiarare dalle singole banche e concentrarsi sul differenziale, cioè su tutte le operazioni aziendali e contabili che potrebbero variarlo, in un senso o nell'altro; alternativa, auspicabile, è quella di calcolarlo con l'algoritmo "base" (che comunque è rappresentativo delle valutazioni che le diverse banche potranno fare). Evidentemente, pur rappresentando un pilastro nella valutazione di merito creditizio, non esclude tutte le altre tecniche di analisi del rischio.

Basilea 3: limite all'erogazione

Il *rating* dell'azienda costituirà, come accennato, uno dei diversi criteri di analisi di merito creditizio a cui il Sistema sottopone le Aziende: ciò nonostante, ha un valore vincolante e a qualsiasi "forzatura", corrisponde una forte criticità nella filiera decisionale dell'Istituto erogatore. Esperienza insegna che un minimo di flessibilità viene messa in campo per posizioni già aperte, dove la Banca deve gestire al meglio il proprio credito, ma sulle nuove erogazioni, corre il rischio di divenire preclusivo.

Un deterioramento del giudizio, specie per i crediti a breve periodo (a revoca o a scadenza ravvicinata) facilmente implica richieste di rientro dalle esposizioni, creando possibili tensioni finanziarie (anche dalle conseguenze drammatiche) e comunque un freno allo sviluppo dell'azienda, se non della sua normale operatività.

Deve essere visto, pertanto, come condizione necessaria (anche se non sufficiente) per il mantenimento del credito: stante ciò, non gestirlo come una variabile strategica, sulla quale porre la dovuta attenzione e risorse, diviene un atto di irresponsabilità del *managment*.

FORMAZIONE DEL RATING

Riassunte brevemente le origini e la funzione, nonché la conseguente pregnante esigenza di agire consapevolmente in funzione di mantenere o migliorare la capacità creditizia dell'Azienda, entriamo nel "cuore" delle logiche di Basilea 3.

Innanzitutto va precisato che il *rating* viene determinato partendo dai dati "ufficiali" dell'Azienda, cioè dai bilanci depositati, che gli Istituti di Credito acquisiscono direttamente dalla C.C.I.A.A. L'orizzonte temporale dell'analisi dipenderà dalla scelta operata dalla Banca per ciascuna pratica: solitamente riguarda gli ultimi tre esercizi chiusi e per i quali il bilancio è depositato. Quindi il tutto prende il via dal bilancio riclassificato C.E.E., il quale viene ulteriormente riclassificato dalla Banca secondo il criterio a Valore Aggiunto.

Questo primo passaggio, se pur automatizzato, non è scevro da personalizzazione a opera degli Istituti: se è vero che il criterio a Valore Aggiunto è l'unico coerente con lo schema civilistico di bilancio, altrettanto è evidente che soffre di alcuni limiti analitici, per i quali, talvolta, si registrano delle "licenze tecniche" rispetto allo schema (come accennato la profilazione della rischiosità del Cliente non corrisponde a un metodo rigido ma a una prassi che ciascun Istituto si è dato nel rispetto della regolamentazione).

Il *rating* esprime, mediante una classificazione per "categorie" (rappresentate da lettere e \pm), il grado di rischiosità che si ricava dallo *scoring*: detta in altro modo, lo *scoring* è il risultato di un algoritmo (quindi un numero), mentre il *rating* ne rappresenta il giudizio equivalente.

Indici che compongono lo scoring

Lo *scoring* si compone di quattro indici, ciascuno dei quali può contribuire con un risultato che va da 0 a 3 punti: ne consegue che lo *scoring* totale può assumere, essendo la somma dei quattro, valori tra lo 0 e 12.

Come avremo modo di considerare, essere oltremodo deboli, in anche solo uno di questi indici, può compromettere seriamente il risultato finale.

I - Grado di copertura delle immobilizzazioni nette:

$$\frac{\text{Patrimonio Netto} + \text{Passività a M/L termine}}{\text{Immobilizzazioni Nette}}$$

valori "target" dell'indice: da 0,75 a 1,5

II - Grado di dipendenza finanziaria:

$$\frac{\text{Patrimonio Netto}}{\text{Capitale Investito}}$$

valori "target" dell'indice: da 0,05 a 0,2

III - Incidenza degli oneri finanziari:

$$\frac{\text{Oneri Finanziari}}{\text{Valore della Produzione}}$$

valori "target" dell'indice: da 4 a 1

IV - Liquidità generata dalla gestione:

$$\frac{\text{Risultato d'esercizio} + \text{Ammortamenti} + \text{Accantonam. e Svalutazioni}}{\text{Capitale Investito}}$$

valori "target" dell'indice: da 2 a 5

Il valore assunto da ciascun indice, si ottiene dall'interpolazione lineare dei valori "target", rispettivamente corrispondenti a uno *scoring* pari a 0 e 3.

A titolo esemplificativo, se l'ultimo indice fosse pari o inferiore a 2, lo *scoring* attribuito sarebbe pari a 0; parimenti, per valori pari o superiori a 5, lo *scoring* sarebbe pari a 3. Ne deriva, come già anticipato, che lo *scoring* dell'Azienda potrà assumere valori dallo 0 a 12 (dove 12 corrisponde al miglior valore): mediante una semplice tabella, si ricaverà il *rating* di Basilea 3 espresso in lettere.

L'obiettivo di questo scritto non è quello di rappresentare una guida operativa sul calcolo, per il quale esiste già una copiosa letteratura e una grande varietà di servizi, ma uno spunto di riflessione su alcuni aspetti peculiari e "critici" di tale criterio di profilazione, che si proverà a sviluppare nel seguito, senza la pretesa di esaustività.

SPUNTI DI RIFLESSIONE

L'esigenza di rendere generali e astratte le "regole", quindi applicabili all'universalità delle ipotesi, comporta che, in taluni casi, producano degli effetti "distorti", dei "malfunzionamenti". Nel caso di Basilea 3, che non tiene conto del settore economico di appartenenza, non risulta difficile immaginare la difficoltà di individuare un metro comune, di valutazione del rischio, scevro da distorsioni.

L'indice del **Grado di copertura delle immobilizzazioni nette** è, senza ombra di dubbio, esempio lampante di inadeguatezza della struttura di valutazione di Basilea 3.

Infatti, per tutte le Aziende che, per la loro attività, non necessitano di scorte di magazzino, peggio ancora se rientranti nella categoria di *cash absorber* (esempio tipico, sono le Aziende del Terziario, soprattutto se contraddistinte da un elevato grado tecnologico), questo indicatore produce degli effetti fortemente penalizzanti, se non proprio distorti.

L'attribuzione di 3 punti di *scoring* avviene con un indice pari a 1,5, quando sappiamo che, per buona regola aziendalistico-finanziaria, è inopportuno che il **Patrimonio Netto** e le **Passività a M/L periodo** finanziario impieghi a breve periodo, se non parte del magazzino. Ipotizzando un siffatto equilibrio (equivalente a un valore dell'indice pari a 1, cioè con totale copertura delle **Immobilizzazione Nette**, supposta l'assenza di magazzino) lo *scoring* attribuito sarà pari a circa 1 (la quasi equivalenza di valore è una coincidenza). Immediata conseguenza è che, per tale tipologia di aziende, pur con un'ottima struttura finanziaria, lo *scoring* Basilea 3 "perso" per effetto di tale distorsione di funzionamento, sarà pari a 2 punti su 12.

Rimaniamo in tema di **Immobilizzazioni Nette**: queste, evidentemente, possono incidere pesantemente sul valore del **Capitale Investito**, che è posto al denominatore del II° e III° indice.

Grossi investimenti, materiali o immateriali che siano, appesantiscono notevolmente i giudizi che se ne ricaveranno in termini di *rating*: ne consegue che, prima di effettuare operazioni straordinarie, il *management* aziendale si dovrebbe preoccupare di reperire le **fonti finanziarie** poter assolvere alle esigenze di capitale circolante anche dopo l'effettuazione dell'investimento, cioè a *rating* "deteriorato" (è più facile mantenere il livello di credito ottenuto dal Sistema, piuttosto che aumentarlo in periodi di criticità).

Nel caso di un investimento immobiliare, con intervento significativo del credito bancario, l'aumento conseguente del **Capitale Investito**, rapportato al **Patrimonio Netto**, potrebbe deprimere pesantemente la prestazione dell'indice del **Grado di indipendenza finanziaria**. Gli oneri finanziari dovuti all'operazione sicuramente concorreranno, con l'aumento del **Capitale Investito**, nel deprimere il risultato dell'indice **Liquidità generata dalla gestione**.

La valutazione di sostenibilità dell'investimento dovrebbe essere effettuata anche alla luce di queste conseguenze, perché esperienza insegna che avere un *rating* non all'altezza, a prescindere da tutte le altre valutazioni (che possono essere anche ampiamente positive), corrisponderà a un momento di forte criticità non solo per il Cliente, ma anche per la Banca che lo volesse sostenere.

Altra voce di bilancio interessante, per le implicazioni che ne discendono, è la già accennata entità delle **Scorte di Magazzino**: non trova qui un richiamo diretto ma può giocare un ruolo significativo sull'ammontare del **Capitale Investito** coinvolto al denominatore di due indici.

Veniamo all'indice **Incidenza degli Oneri Finanziari** sul Valore della Produzione.

Evidenze empiriche hanno evidenziato che, spesso, nella riclassificazione a **Valore Aggiunto** gli Istituti di Credito "stressano" la riclassificazione imputando gli "Altri Ricavi" del bilancio C.E.E., a **"Proventi (oneri) Gestione Accessoria"**, così da ottenere dall'EBITDA un'approssimazione del M.O.L. (Margine Operativo Lordo). Tale prassi influenza anche l'entità del Valore della Produzione, con un effetto negativo sull'indice considerato, che ha una quantificazione inversamente proporzionale (più basso sarà il valore dell'indice e più alto sarà lo *scoring* attribuito).

Tale indice, a parere dello scrivente, è ulteriore esempio dell'inadeguatezza del criterio di valutazione di Basilea 3, del tutto disancorato dalle peculiarità dei diversi settori economici.

Anziché soppesare gli **Oneri Finanziari** con un risultato di tipo economico (es. il M.O.L.), li rapporta al **Valore della Produzione**, come se tale ultimo valore fosse capace di produrre marginalità in egual misura, a prescindere che si tratti di un bene di consumo o di un genere di lusso: la "barriera" del 4(%) può di fatto essere superata serenamente in molti settori, senza che per questo venga meno la profittabilità dell'Azienda (ma che Basilea 3 penalizzerebbe con una perdita di 3 punti di *scoring*).

Se si ritorna alle considerazioni sopra esposte, di aziende con investimenti di entità importante, pur avendo per ipotesi un M.O.L. e un risultato d'esercizio apprezzabili, potrebbero trovarsi, grazie a questa distorsione, con un rating Basilea 3 deficitario, che non fotografa la reale situazione di rischiosità del Cliente, con conseguente criticità nel rapporto Cliente/Banca.

Infine, più un pensiero "futurista" che una vera considerazione: l'indice **Liquidità Generata dalla Gestione** non verrà rivisto nel prossimo futuro come criterio di calcolo, nonostante l'introduzione dell'obbligatorietà del Rendiconto Finanziario quale parte integrante del bilancio, se non con apposita variazione regolamentare: si produrranno facilmente delle asimmetrie in seno alla valutazione complessiva di merito creditizio compiute dalle banche (che sicuramente nella valutazione finale ne terranno conto ma che dovranno scontrarsi con un *rating* Basilea 3 che la liquidità continuerà a valutarla in modo approssimato).

Con tutto ciò, si è voluto dare un umile contributo nella comprensione delle criticità che possono derivare da questa regolamentazione europea (le considerazioni da potersi svolgere sarebbero innumerevoli, magari anche tipicizzandole per settori economici o trattando tematiche legate alla finanza straordinaria d'Azienda quali fusioni/scissioni, *spin-off*, rivalutazione dei cespiti e altre ancora).



AUGMENTUM

discovering value

AUGMENTUM affianca talenti fortemente motivati e competenti, nello sviluppo di idee innovative d'impresa accelerandone la realizzazione. Con le proprie esperienze e con il proprio network contribuisce alla crescita professionale del team, alla costruzione del modello di business ed alla efficace esecuzione delle attività necessarie per assicurarne il successo.



www.augmentum.it

Paolo D'Amico¹

L'analisi della redditività delle banche italiane in periodi di crisi finanziaria e reale attraverso l'esame dei valori di bilancio (serie storica 2007-2014)

1. AMBITO APPLICATIVO

La presente ricerca prende le mosse da un tema di rilevante importanza: la crisi finanziaria mondiale a partire dal 2007 e il possibile impatto che si è avuto sul sistema bancario europeo dell'Area euro e italiano, in particolare sul modello di *business* adottato dalle banche italiane.

Riguardo all'*analisi macroeconomica*, le relazioni annuali della Banca d'Italia: 2008-2014, Appendice statistica - Note metodologiche riportano i dati dell'esposizione complessiva delle banche italiane sia diretta che indiretta, in attività finanziarie riconducibili ai *sub prime*. Secondo tali dati l'esposizione in derivati è risultata modesta. Le turbolenze sui mercati finanziari innescate dai mutui ad alto rischio statunitensi (*subprime*) hanno inciso sull'attività delle banche italiane in misura contenuta. Infatti, il rapporto macroeconomico Derivati/PIL presenta un tasso di incidenza dei prodotti derivati sul prodotto nazionale non superiore al 20%, anche se dal 2007 al 2014 l'incidenza % dei derivati bancari presenta un *trend* crescente, passando dal 6,78% del 2007 al 19,52% del 2014. Per le banche italiane l'operatività in prodotti ad alto rischio², hanno avuto (tradizionalmente) un peso limitato. La componente originata negli USA, maggiormente interessata alla crisi, è poco significativa nei bilanci delle banche italiane.

È aumentata, infatti, la specializzazione dell'attività bancaria tradizionale a livello di sistema bancario, basata sulla concessione di prestiti alle imprese e ai privati consumatori.

L'attività tradizionale dei prestiti risulta prevalente nelle banche italiane, rispetto all'esposizione dei prodotti finanziari strutturati.

L'incremento dell'attività di intermediazione creditizia tipica delle banche italiane è dimostrato dal *trend* crescente dell'indicatore macroeconomico: Prestiti bancari/PIL dal 2007 al 2014.

Il rapporto tra prestiti bancari e PIL è salito da un'incidenza del 93,22% del 2007 al 107% del 2010, mentre dal 2011 al 2014 il rapporto è sceso dal 104% al 92,80%.

Nell'arco temporale: 2009-2014, il sistema finanziario italiano è risultato quantitativamente superiore all'entità dell'economia reale, poiché l'incidenza dei prestiti bancari rispetto al PIL è stata superiore al 100%, mentre l'incidenza dei derivati strutturati non ha superato il 20% del PIL.

2. LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE ITALIANE NEL PERIODO DI CRISI 2007-2014

In tale sezione del lavoro, ci proponiamo di evidenziare l'impatto della crisi sulla redditività delle banche italiane, per il periodo 2007-2014, utilizzando gli indicatori appositi ricavati dai conti

01. Pubblicista di Economia e Finanza aziendale.

02. Come i titoli connessi con operazioni di cartolarizzazione diverse da quelle proprie, i derivati su titoli strutturati, e le esposizioni verso monolinee assicurative.

economici forniti dalla Banca d'Italia nel supplemento al bollettino statistico allegato alla relazione annuale, per ciascuna annualità.

Riportiamo di seguito la tavola riepilogativa dei conti economici dell'aggregato in esame riclassificato a margini creditizi, con evidenziazione del margine di interesse del margine di intermediazione che contribuiscono alla formazione dell'utile netto bancario (**Tav.2-3**), unitamente all'aggregato patrimoniale percentualizzato (**Tav.1**).

Come si evince dai valori patrimoniali riclassificati nella tavola 1, tra i Fondi fruttiferi delle banche italiane spiccano i prestiti alla clientela rispetto alle altre categorie di impieghi.

L'incidenza della voce "*Impieghi a Clientela*" è maggiore rispetto alle altre, dell'ordine del 60% in media rispetto alle attività patrimoniali. L'incidenza della voce "*Impieghi in strumenti finanziari*" risulta modesto in media nell'ordine del 20% circa rispetto al capitale investito. Infine, i **Prestiti alle altre banche**, incidono in media nell'ordine del 15% circa.

Tra le passività onerose spicca, la voce "*Debiti vs. clientela*" rappresentata dalla raccolta di depositi a vista, che presenta un peso rispetto alle fonti finanziarie in media dell'ordine del 40% circa, mentre le *Emissioni obbligazionarie* incidono in media del 30% circa e, infine, i *Depositi interbancari* hanno avuto un peso in media di circa il 20% ed il restante 10% del capitale di terzi deriva dalla voce "*Altre passività*". Il suindicato scenario di riferimento della situazione patrimoniale ed economica dimostra in modo empirico, che le nostre banche svolgono prevalentemente l'attività di intermediazione creditizia e, in misura molto contenuta le attività finanziarie ad alto rischio (strumenti finanziari derivati).

2.1. Analisi della variabilità statistica dei margini della redditività bancaria

Riportiamo, per il periodo di riferimento 2007-2014, di alcuni indicatori di variabilità dei margini reddituali delle banche italiane, i cui valori riclassificati nei conti economici rispettivamente in valori assoluti e percentuali, hanno concorso alla formazione dei risultati economici netti delle banche

Tavola 1: Stati patrimoniali percentualizzati

FONDI FRUTTIFERI	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Impieghi a Banca Centrale	0,96%	1,03%	1,16%	0,76%	0,72%	0,61%	0,69%	0,53%
Impieghi a Banche	19,86%	19,90%	21,94%	19,82%	13,21%	12,74%	12,42%	13,58%
Impieghi a Clientela	59,95%	58,96%	56,77%	59,19%	66,68%	63,69%	61,88%	60,32%
Impieghi in strumenti finanziari	9,49%	10,28%	12,44%	14,83%	13,78%	19,61%	19,04%	19,75%
Altri impieghi	9,75%	9,84%	7,68%	5,40%	5,62%	6,35%	5,96%	5,81%
TOTALE FONDI FRUTTIFERI	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PASSIVITÀ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Debiti vs. Banca Centrale	1,01%	1,21%	1,45%	1,56%	3,85%	9,18%	9,04%	7,87%
Debiti vs. Banche	18,91%	21,10%	23,58%	21,08%	14,90%	14,21%	13,11%	14,09%
Debiti vs. Clientela	36,23%	35,13%	34,60%	37,54%	41,29%	39,68%	43,02%	44,89%
Debiti per titoli emessi	28,32%	29,53%	31,48%	29,98%	29,19%	27,37%	25,25%	21,73%
Altre passività	14,74%	12,69%	10,23%	8,84%	10,24%	8,49%	8,17%	7,79%
Patrimonio netto (Capit. + riserve)	0,79%	0,34%	1,34%	1,00%	0,53%	1,07%	1,41%	3,63%
PASSIVITÀ ONEROSE	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Appendice alla relazione annuale statistica della Banca d'Italia

Tavola 2: I conti economici delle banche italiane società per azioni (in valori assoluti) riclassificati a margini creditizi nel periodo 2007-2014

Conto Economico	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
a) Interessi attivi	95.835	115.433	74.683	52.794	58.031	56.716	48.221	44.476
b) Interessi passivi	62.202	75.880	43.049	27.312	33.069	33.181	28.556	23.045
c) Saldo contratti derivati di copertura	-528	-2.682	1.346	3.396	1.759	2.239	2.288	1.327
d) Margine di interesse (a-b+c)	33.106	36.871	32.980	28.878	26.721	25.775	21.953	22.759
e) Altri ricavi netti	33.937	26.082	27.054	28.004	26.451	28.001	31.364	29.495
e.1) Saldo da negoziazione	2.181	-3.556	620	-227	997	3.919	4.862	3.160
e.2) commissioni nette da Servizi	18.364	17.592	17.726	18.483	17.044	16.698	16.772	17.397
e.3) dividendi e altri ricavi finanziari	13.392	12.046	8.708	9.748	8.410	7.384	9.730	8.938
f) Margine di intermediazione (d+e)	67.042	62.953	60.033	56.881	53.172	53.776	53.317	52.254
g) Costi operativi	38.619	40.082	38.158	36.626	34.988	33.772	31.308	31.771
g.1) Costi per il personale bancario	21.747	21.317	19.542	19.187	18.356	17.688	15.958	16.064
g.2) Costi amministrativi e svalutazioni	16.872	18.765	18.616	17.439	16.632	16.084	15.350	15.707
h) Risultato di gestione (d-g)	28.423	22.872	21.758	20.255	18.184	20.004	22.009	20.483
i) Rettifiche/riprese valori e accantonam.	7.417	13.277	14.699	12.787	27.057	22.990	35.767	23.523
i.1) per perdite su crediti	4.599	8.304	11.316	10.629	10.655	18.142	23.426	19.957
i.2) per altri	2.818	4.973	3.383	2.158	16.402	4.848	12.341	3.566
j) Proventi straordinari	5.246	933	498	1.537	-9.970	-1.325	-10.614	-2.030
m) Risultato ante imposte (h-i+j)	26.262	10.527	7.674	9.005	-18.843	-4.311	-24.372	-5.070
n) Imposte sul reddito	6.788	945	2.257	2.119	765	2.696	3.202	451
o) Utile netto consolidato	19.474	9.58	5.417	6.886	-18.078	-1.615	-21.170	-4.719

Fonte: Appendice statistica alla relazione annuale della Banca d'Italia - Bollettino metodologico

Tavola 3: Conti Economici percentualizzati

CONTO ECONOMICO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Margine di interesse	1,41%	1,36%	1,21%	1,09%	1,12%	1,06%	0,98%	1,03%
Altri ricavi netti	1,45%	1,03%	1,01%	1,00%	0,98%	1,07%	1,25%	1,28%
di cui: per titoli da negoziazione	0,12%	-0,12%	0,05%	0,00%	-0,02%	0,16%	0,22%	0,19%
per Commissioni di Servizi	0,74%	0,62%	0,61%	0,65%	0,66%	0,63%	0,67%	0,72%
per Dividendi e assimilati	0,39%	0,36%	0,23%	0,24%	0,21%	0,15%	0,20%	0,18%
Margine di intermediazione	2,86%	2,38%	2,23%	2,08%	2,12%	2,12%	2,23%	2,30%
Costi operativi	1,66%	1,54%	1,41%	1,35%	1,43%	1,33%	1,32%	1,39%
di cui: per il Personale bancario	0,92%	0,81%	0,72%	0,71%	0,75%	0,70%	0,68%	0,71%
Risultato di Gestione	1,20%	0,85%	0,82%	0,73%	0,69%	0,79%	0,90%	0,92%
Accantonam. per recupero perdite	0,31%	0,49%	0,51%	0,44%	1,02%	0,86%	1,33%	1,10%
di cui: per perdite su crediti	0,18%	0,30%	0,39%	0,36%	0,41%	0,69%	0,93%	0,92%
Proventi straordinari	0,19%	0,00%	0,01%	0,05%	-0,40%	-0,06%	-0,33%	-0,11%
Utile lordo	1,07%	0,36%	0,32%	0,34%	-0,73%	-0,14%	-0,75%	-0,30%
Imposte	-0,28%	-0,04%	-0,11%	-0,09%	0,05%	0,07%	0,09%	0,04%
UTILE NETTO	0,79%	0,32%	0,22%	0,25%	-0,68%	-0,07%	-0,66%	-0,26%

Fonte: Appendice alla relazione annuale statistica della Banca d'Italia

italiane tenendo conto dell'impatto della crisi finanziaria e reale.

La tavola 4 riporta i seguenti indicatori di variabilità:

- La **media** di ciascun margine di profitto ponderato con i fondi intermediati;
- La **deviazione standard** di ciascun margine di reddito che ci dà lo scostamento o variabilità statistica (scarto quadratico medio) rispetto al valore medio tenendo conto del periodo di crisi;
- I **coefficienti di variazione** che forniscono l'informativa sul grado di variabilità dei margini reddituali per effetto della crisi in atto.

Infatti, nel periodo di crisi 2007-2014, il margine di reddito che ha registrato una minore variabilità, in fase di crisi, è stato il **risultato operativo di gestione** rapportato ai fondi intermediati (RG/Fi) che, rappresenta anche il punto di minimo (Min=45,35%) e, quindi il margine meno volatile e più stabile.

Tale argomento sarà approfondito in seguito, nel paragrafo dedicato ai *value drivers* della redditività bancaria.

Invece, l'**utile netto** in rapporto ai fondi intermediati (UN/Fi) riferito al periodo di analisi, ha registrato la maggiore variabilità (Max=90,00%), per cui, tale indicatore rappresenta la configurazione di reddito più volatile, ossia che risente maggiormente rispetto agli altri margini dell'effetto crisi.

3. LA REDDITIVITÀ NETTA DELLE BANCHE ITALIANE NEL PERIODO DI CRISI 2007-2014. IL CONTRIBUTO DELLE DIVERSE AREE GESTIONALI

3.1. Analisi della scomposizione del ROE delle banche italiane per aree gestionali

Tavola 4: Alcuni indicatori di variabilità statistica dei margini reddituali delle banche italiane (2007-2014)

INDICATORI	Media 2007-2014	Deviazione Standard	Coeff. di Variazione
MgIs/Fi	1,50%	0,19%	87,33%
MgInt/Fi	2,00%	0,24%	88,00%
VAn/Fi	-0,20%	0,91%	-35,00%
RG/Fi	0,86%	0,47%	45,35%
RAI/Fi	-0,20%	0,91%	-35,00%
UN/Fi	-0,01%	-0,08%	90,00%

Fonte: Appendice statistica alla relazione annuale della Banca d'Italia

L'indicatore per antonomasia della redditività netta è il R.O.E. dato dal rapporto tra l'utile netto e il patrimonio netto di bilancio (UN/PN).

L'approfondimento dell'analisi del *trend* della redditività dei mezzi propri delle banche italiane nel periodo 2007-2014 può avvenire scomponendo il ROE nelle sue principali determinanti:

- $R.O.A.^3 = \frac{UN}{FI}$;
(Utile netto/Fondi Intermediati);
- $Leva finanziaria = \frac{FI}{PN}$;
(Fondi Intermediati/Patrimonio netto).

Il contributo delle diverse aree gestionali alla formazione del ROE si ha attraverso la scomposizione in 6 indicatori determinanti, di seguito riportati:

$$ROE = \frac{UN}{PN} = \frac{MgIs}{Fi} \cdot \frac{MgInt}{MgIs} \cdot \frac{RG}{MgInt} \cdot \frac{RAI}{RG} \cdot \frac{RN}{RAI} \cdot \frac{FI}{PN}$$

In particolare, il contributo delle diverse aree gestionali alla redditività dei mezzi propri (ROE) deriva dal prodotto delle seguenti determinanti:

- $MgIs/Fi$ =margine di interesse unitario;
- $MgInt/MgIs$ =contributo dei ricavi netti da servizi, espresso dal rapporto tra margine di intermediazione e margine di interesse;
- $RG/MgInt$ =il peso dei costi operativi (spese per il personale bancario, le spese amministrative), dato dal rapporto tra il risultato di gestione e margine di intermediazione;
- RAI/RG =il contributo delle rettifiche (su crediti), delle riprese di valore e degli accantonamenti, espresse dal rapporto fra reddito ante imposte e risultato di gestione;
- RN/RAI =il peso della fiscalità diretta d'impresa dato dal rapporto tra reddito netto e reddito ante imposte;
- FI/PN =il grado di utilizzo della leva finanziaria dato dal rapporto fondi intermediati (passività onerose) e patrimonio netto.

Rappresentiamo graficamente, il *trend* della serie storica del ROE nel periodo 2007-2014, in connessione all'analisi andamentale delle sue determinanti. Come vedremo, l'impatto della crisi sul ROE è stato devastante, in special modo, nella seconda parte del periodo di riferimento 2011-2014.

Pertanto, tenendo conto del fatto che,

03. Il ROA è l'abbreviativo di Return On Assets inteso come il rapporto tra l'utile netto e i fondi intermediati, ossia misura il rendimento netto per ogni 100 euro di risorse impiegate nella gestione.

siamo in pericoli di crisi finanziaria e reale, è opportuno osservare l'evoluzione del ROE negli anni 2007-2014, in base ai dati riportati da Bankitalia (**Tav.5**) nel Grafico 1.

La serie storica del ROE evidenzia un andamento discontinuo della redditività netta dei mezzi propri delle banche italiane nel periodo 2007-2014 (**Tav.5**). La prima parte del periodo considerato (2007-2010) è caratterizzata da valori positivi del ROE ma in una serie progressiva di contrazione, passando dal 57,34% del 2007 al 17,63% del 2010.

Nella seconda parte del periodo di analisi (2011-2014), il ROE assume valori decisamente negativi e discontinui, con un netto miglioramento nel 2014.

Infatti, nel 2011 il ROE è stato di -39,12%, migliorando nel 2012 con un minor valore sempre negativo di -3,91%, mentre nel 2013 c'è stato un peggioramento a -49,16%, e infine nel 2014 un ulteriore miglioramento di -3,86%.

La causa risiede nel fatto che, mentre nella prima parte del periodo (2007-2010) il risultato netto consolidato registrato dalle banche italiane è stato positivo anche se di entità esigua, passando da un'incidenza dello 0,79% del 2007 allo 0,25% del 2010, nella seconda parte del periodo (2011-2014) sono state registrate perdite nette a causa delle elevate incidenze delle sofferenze e dei crediti deteriorati e, quindi il ROE ha assunto valori negativi.

Quindi, alla variabilità del ROE hanno concorso, dapprima gli utili netti esigui (2007-2010), e successivamente, le perdite nette d'esercizio (2011-2014). Ricordiamo che, **la soglia di creazione del valore** per gli azionisti è espressa dalla seguente relazione algebrica:⁴

$$\text{ROE} > K_e = 0$$

In base alle aspettative di dividendo dell'azionista, il ROE deve attestarsi a un valore tendenziale superiore al **costo opportunità** del capitale proprio (K_e) rappresentato dal costo finanziario di mercato per investimenti alternativi privi di rischio (ad es. il tasso dei BOT poliennali).

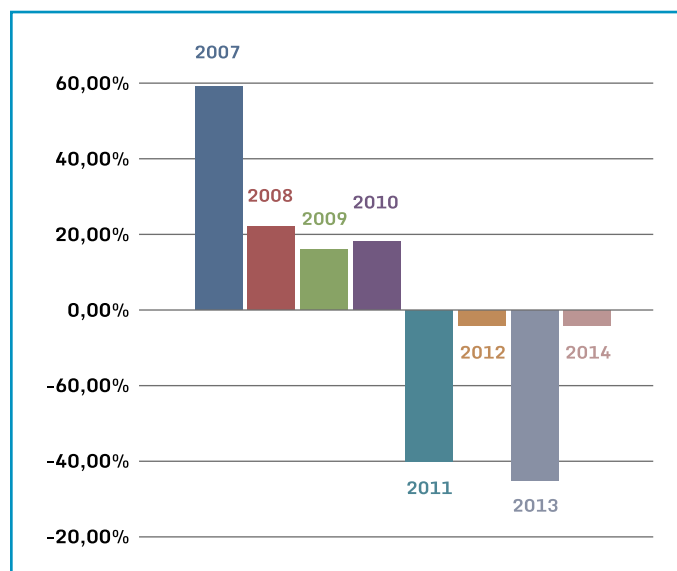
L'azionista o l'ipotetico investitore

Tavola 5: trend storico del ROE delle banche italiane (2007-2014)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROE	57,34%	25,78%	14,43%	17,63%	-39,12%	-3,91%	-49,16%	-3,86%

Fonte: Appendice statistica alla relazione annuale della Banca d'Italia – Bollettino metodologico

Grafico 1: Serie storica del ROE delle banche italiane nel periodo 2007-2014



deve convincersi che, un tasso di rendimento adeguato del capitale azionario di una società o di una banca è dato dal tasso minimo di investimenti finanziari alternativi di mercato privi di rischio.

Mancando tale condizione, vuol dire che, la redditività dei mezzi propri (ROE) allo stato attuale, e anche in tendenza per il prossimo futuro, si mostra insoddisfacente.

Nel primo periodo 2007-2010 il ROE ha assunto, come già detto valori positivi ma decrescenti, comunque congrui rispetto alle aspettative dell'azionista, in quanto i valori sono stati sicuramente superiori al costo opportunità del capitale di lungo termine (*free risk rate*=BTP).

Mentre, l'azienda bancaria a partire dal 2011 ha registrato valori negativi altalenanti, per cui, da tale data in poi non gode più della capacità di attrarre nuovo capitale di rischio sui rispettivi mercati finanziari.

3.2. Analisi del contributo delle diverse aree gestionali

Passiamo ad analizzare il contributo delle diverse aree gestionali alla determinazione del ROE nel periodo 2007-2014.

Riportiamo i dati percentualizzati delle determinanti del ROE (**Tav.6**) esprimendo il contributo delle diverse aree gestionali alla redditività netta bancaria, desunti dal bollettino metodologico della Banca d'Italia.

Il contributo alla determinazione della redditività netta dei mezzi propri delle banche italiane, è derivata prettamente dai seguenti fattori determinanti:

- dall'effetto fiscalità;
- dall'effetto di leva finanziaria;
- dall'incidenza del margine di intermediazione;
- dall'incidenza dei costi operativi;
- dal peso delle rettifiche dei crediti deteriorati per perdite subite, delle riprese di valore e degli accantonamenti per rischi in corso.

Effetto fiscalità

Al primo posto, il fattore che ha inciso in maniera rilevante sulla redditività

04. La teoria di creazione del valore a favore degli azionisti è stata formulata per la prima volta da RAPPAPORT A., "Creating Shareholders value", The Free Press, 1986, N.Y. (trad. it. a cura di G. PELLICELLI, "La Strategia del valore", F. Angeli, 1989).

netta delle banche italiane, per il periodo 2007-2014 è stato il peso della pressione fiscale diretta (**effetto fiscalità**). Il **risparmio fiscale** conseguito ha inciso anch'essa in maniera determinante sul ROE delle aziende bancarie italiane.

Posto che, l'utile netto consolidato è stato esiguo dal 2007 al 2010 (con un'incidenza dello 0,79% del 2007 sino allo 0,25% del 2010) e dal 2011 al 2014 le banche hanno subite perdite nette d'esercizio (con un'incidenza dello -0,68% del 2007 sino allo -0,26% del 2014) il risparmio fiscale che ha contribuito a una maggiore redditività netta (variabilità del ROE dal 2007 al 2010), è attribuibile all'elevato peso delle rettifiche dei crediti deteriorati per perdite subite, delle riprese di valore e degli accantonamenti per rischi in corso.

Il punto di massimo della fiscalità si è avuto nel 2014 pari a 9307,69%, mentre negli esercizi precedenti l'incidenza è stata notevolmente inferiore ma sempre consistente a partire dal 74,15% del 2007 sino a crescere al 86,86% del 2013.

Effetto di leva finanziaria

La redditività netta dei mezzi propri è derivata in misura prevalente, per il periodo 2007-2014, anche dall'effetto di **leva finanziaria** data dal rapporto tra i fondi intermediati e patrimonio netto (FI/PN).

L'effetto leva è attribuibile al forte incremento dei depositi a vista presso il pubblico, che ha assunto in media valori compresi tra i 1.000 mld e i 1.500 mld, e dei depositi sull'interbancario dell'Eurosistema che hanno assunto in media valori inferiori a 500

mld, mentre i titoli obbligazionari in media valori tra 500 mld e 700 mld. Infatti, sia nel 2007 l'effetto di leva finanziaria è stato esplosivo, in quanto, il ROE ha assunto un valore medio pari al 57,34%, sceso poi al 25,78% nel 2008, al 14,43% nel 2009, e al 17,63% nel 2010, a fronte di un *leverage* dei fondi intermediati pari a 81,61 volte il patrimonio netto nel 2007, a 77,36 volte nel 2008, a 74,37 volte nel 2009, e a 72,88 volte nel 2010.

Il Margine di intermediazione

Il **Margine di interesse** rapportato ai fondi intermediati (Mgis/FI) è progressivamente diminuito, mentre ha concorso alla formazione del ROE il peso elevato dei **ricavi netti da servizi di intermediazione** dato dal rapporto margine di intermediazione su margine di interesse (MgIT/Mgis).

Nel 2007 il margine di intermediazione è stato pari al 200,51% del margine di interesse, differenziale cresciuto sino al 2014 pari a 229,60%, sempre per effetto del consistente aumento del peso dei ricavi netti da servizi, come si avrà modo di approfondire in seguito.

Incidenza dei costi operativi

I **costi operativi** sono stati caratterizzati nel periodo 2007-2014 da una consistente variabilità, anche se complessivamente la loro incidenza è stata favorevole, come mostrato dal rapporto fra risultato di gestione e margine di intermediazione (RG/MgIT); mentre nel 2007 tale rapporto era pari al 42,40% nel 2014 esso diminuiva al 39,20%.

Le rettifiche di crediti

In relazione alle rettifiche per perdite su crediti deteriorati, riprese di valore e accantonamenti, l'analisi della tavola 6 consente di rilevare l'elevata incidenza delle rettifiche e degli accantonamenti nella prima parte del periodo (2007-2010) passando da un peso del 92,40% del 2007 al 44,46% del 2010. Nella seconda parte del periodo (2011-2014) si è avuto invece un maggior peso dei ripristini di valore dovuti agli esiti positivi di *impairment test* del *goodwill* da operazioni di concentrazione, poiché le incidenze sono state negative. Si è passati da -103,62 del 2011, con miglioramento a -0,25% del

Tavola 6: La disaggregazione del ROE delle banche italiane per aree gestionali

INDICATORI	R.O.E.	Mgis/FI	MgIT/Mgis	RG/MgIT	RAI/RG	RN/RAI	FI/PN
2007	57,34%	1,19%	202,51%	42,40%	92,40%	74,15%	81,61
2008	25,78%	1,28%	170,74%	36,33%	46,03%	91,02%	77,36
2009	14,43%	1,18%	182,03%	36,31%	35,27%	70,59%	74,37
2010	17,63%	1,01%	196,97%	35,61%	44,46%	76,47%	72,88
2011	-39,12%	0,93%	195,25%	34,20%	-103,62%	95,94%	63,56
2012	-3,91%	0,88%	208,64%	37,20%	-21,55%	37,46%	71,21
2013	-49,16%	0,73%	242,87%	41,28%	-110,74%	86,86%	69,69
2014	-3,86%	1,24%	229,60%	39,20%	-0,25%	9307,69%	15,03

Fonte: Appendice statistica alla relazione annuale della Banca d'Italia- Bollettino metodologico

2014, con il concorso dei **proventi straordinari** derivanti da plusvalenze realizzate da operazioni di *business combination*.

4. LE DETERMINANTI DEL MARGINE DI INTERMEDIAZIONE. IL CONTRIBUTO DA RICAVI NETTI DA SERVIZI

I **Ricavi netti da servizi** hanno avuto un peso rilevante nella formazione del margine di intermediazione nel periodo di analisi 2007-2014.

Tale voce economica comprende un aggregato di ricavi raggruppato dalla Banca d'Italia in 3 categorie: "**Ricavi da negoziazione**"; "**Ricavi da servizi**"; "**Dividendi e proventi assimilati**".

Attraverso le note metodologiche la Banca d'Italia ha definito i **ricavi da negoziazione** quale aggregato comprendente il risultato netto dell'attività di investimento in titoli, valuta e altri valori, nonché il saldo tra proventi e oneri su strumenti finanziari non aventi finalità di copertura.

I **ricavi da servizi** sono dati invece, dal saldo tra commissioni e provvigioni attive e passive sul collocamento, la custodia e l'amministrazione di titoli, sulle gestioni patrimoniali e sulle operazioni di incasso e pagamento. In tale aggregato sono compresi anche i ricavi provenienti dalla gestione delle esattorie (aggi esattoriali) al netto dei relativi costi.

Infine, l'aggregato **Dividendi e proventi assimilati**, comprende sempre secondo le istruzioni della Banca d'Italia i dividendi incassati dalle banche sulle azioni e sulle partecipazioni in portafoglio, e gli altri ricavi da operazioni finanziarie.

Riepiloghiamo le componenti dell'aggregato **Ricavi netti da Servizi**:

- **Ricavi netti da negoziazioni (RN/MgINT);**
- **Ricavi da Servizi (S/MgINT);**
- **Dividendi e proventi assimilati (D/MgINT).**

Il contributo di ciascuna tipologia di ricavi alla formazione del margine di intermediazione ha presentato un'elevata variabilità nell'arco temporale considerato 2007-2014.

In particolare, dai dati riepilogati nella tavola 7 e dall'andamento del grafico 3, a lato, è possibile fare in primis un'analisi sommaria e poi puntuale.

Grafico 2: Serie storica delle determinanti del ROE delle banche italiane per aree gestionali

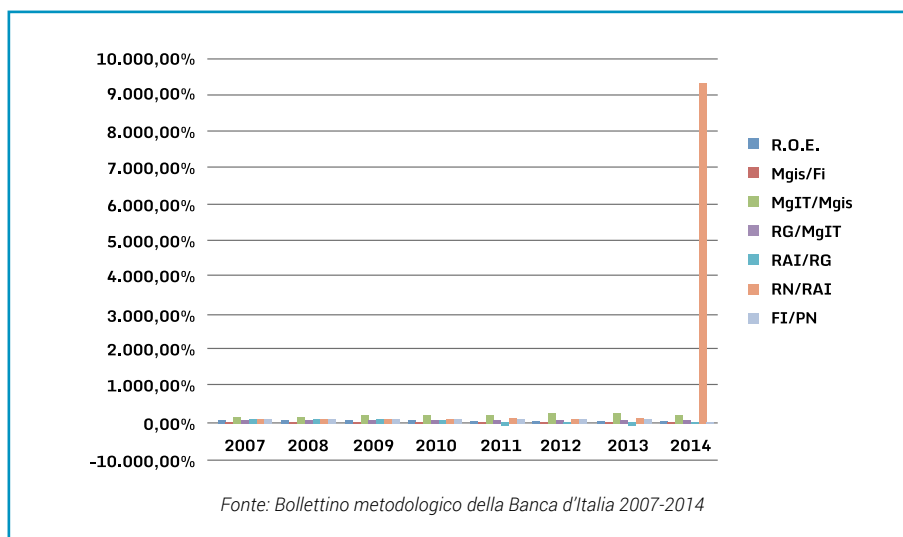
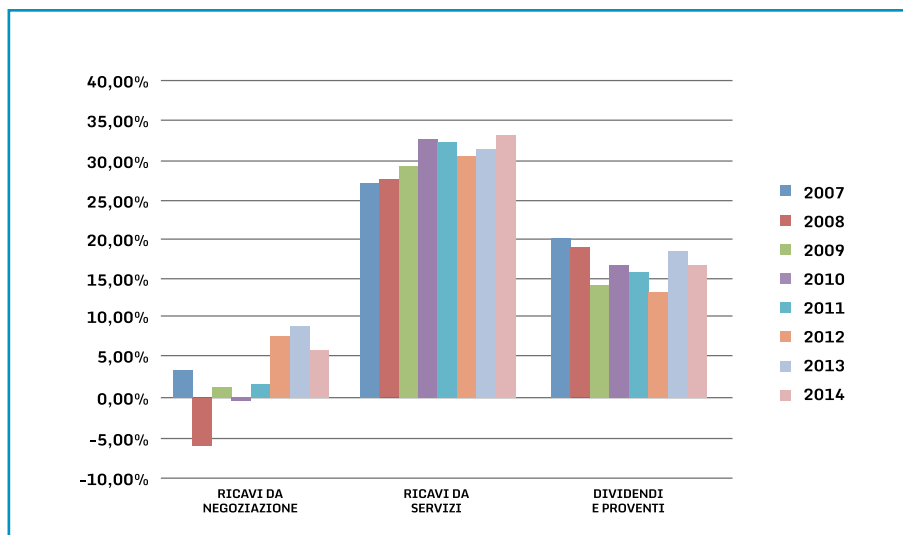


Tavola 7: Le determinanti del margine di intermediazione delle banche italiane nel periodo 2007-2014

INDICATORI	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	MEDIA
RN/MgINT	3,25%	-5,65%	1,04%	-0,40%	1,88%	7,29%	9,12%	6,05%	2,82%
S/MgINT	27,39%	27,94%	29,58%	32,49%	32,05%	31,05%	31,46%	33,29%	30,66%
D/MgINT	19,98%	19,13%	14,32%	17,14%	15,82%	13,73%	18,25%	17,10%	16,93%

Fonte: Appendice statistica alla relazione annuale della Banca d'Italia - Bollettino metodologico

Grafico 3: Serie storica della scomposizione del margine di intermediazione (2007-2014)



Riguardo all'analisi sommaria abbiamo:

Il grafico andamentale 3, evidenzia in maniera lampante, la netta prevalenza dei ricavi da Servizi, che presenta un valore di massimo pari al 33,29%, un valore medio del 30,66% e un valore di minimo del 27,39% nel 2007.

In secondo luogo, viene evidenziato il contributo dei **Dividendi da partecipazioni** unitamente ai proventi assimilati presso società del gruppo controllate e collegate, che risulta abbastanza rilevante.

Infine, al terzo posto vi sono i ricavi da negoziazione titoli, e valute estere che hanno risentito molto della variabilità dei mercati finanziari internazionali registrando un'incidenza negativa nel 2008 (-5,65%), e valori esigui negli altri anni.

• **I Ricavi netti da negoziazioni** rapportati al margine di intermediazione (RN/MgINT) hanno presentato una forte variabilità nel periodo 2007-2014 con valori altalenanti, l'incidenza maggiore si sono avute nel 2012 con il 7,29% e nel 2013 con il 9,12%, subendo una contrazione nel 2014 pari al 6,05%. Dal 2007 al 2011 il peso rispetto al margine di intermediazione è stato molto contenuto: dal 3,25% del 2007 si è passati al 1,88% del 2014, con valori negativi nel 2008 pari a -5,65% e nel 2010 pari a -0,40%. Il valore medio dell'intero periodo 2007-2014 è stato pari a 2,82%;

• **Ricavi da Servizi** a differenza dei precedenti, hanno avuto un contributo rilevante nella determinazione del margine di intermediazione, registrando una media del periodo 2007-2014 pari

al 30,66% e un *trend* crescente dal 2007 con un'incidenza del 27,39% al 2014 con un peso del 33,29%. L'elevata contribuzione è attribuibile alla notevole negoziazione delle diverse tipologie di prodotti di risparmio gestito (grafico 3);

• **I Dividendi e proventi assimilati** hanno avuto anch'essi un peso rilevante nella formazione del margine di contribuzione. Infatti, a seguito delle numerose operazioni di concentrazione bancaria e di acquisizione di partecipazioni in società controllate e collegate, i dividendi incassati dalle banche anche sugli investimenti speculativi in titoli azionari destinati alla vendita, sono stati elevati.

Infatti, l'incidenza media dell'intero periodo è stata del 16,93%, mentre nei vari esercizi il peso ha avuto una notevole **variabilità** passando dal 19,98% del 2007 al 19,13% del 2008, poi sceso al 14,32% del 2009 aumentando di nuovo nel 2010 a 17,14%, scendendo nuovamente nel 2011 al 15,82% e nel 2012 al 13,73% per poi aumentare di nuovo nel 2013 al 18,25% e riscendere nel 2014 al 17,10%.

4.1. L'analisi della variabilità del margine di intermediazione

La tavola 8 riporta le determinanti del margine di intermediazione⁵, in cui, come abbiamo già visto in precedenza, i **ricavi netti da Servizi** resi alla clientela hanno assunto un peso rilevante.

Da esso emerge, come il **Margine di interesse** rappresenti la componente meno volatile del margine di intermediazione nel periodo 2007-2014, in quanto lo scarto quadratico dalla media annua (deviazione standard) è più contenuto (0,19%) rispetto all'aggregato relativo ad **Altri ricavi netti** (13,92%) e, più contenuto anche rispetto alle altre categorie dell'aggregato: **ricavi da negoziazione** (4,72%), **ricavi da servizi** (2,15%), e **dividendi e proventi** assimilati (2,21%).

Effettuando l'analisi della **variabilità** all'interno delle tre categorie dell'aggregato, **Altri ricavi netti**, si nota che, i **ricavi da negoziazione** rappresentano la componente più volatile in quanto maggiormente variabile (4,72%), presentando anche un coefficiente di variazione annuale elevato e negativo

Tavola 8: Analisi della variabilità degli indicatori di composizione del margine di intermediazione

INDICATORI	Media Composta Annuale 2007-2014	Deviazione standard delle Variazioni annue	Coefficiente variazione Annuale
Margine di interesse	1,50%	0,19%	87,33%
Altri ricavi netti	50,41%	13,92%	72,39%
di cui: Negoziiazione	2,82%	4,72%	-67,38%
Servizi	30,66%	2,15%	92,98%
Dividendi assimilati	16,93%	2,21%	86,95%
Margine di intermediazione	2,00%	0,24%	88,00%

05. cfr. Appendice alla relazione annuale della Banca d'Italia – Note metodologiche. Nello schema di conto economico aggregato riportato per annualità, viene riclassificato il margine di intermediazione dato dalla somma algebrica tra margine di interesse (MgIs), altri ricavi netti comprensivi del saldo contratti derivati di copertura (S), delle commissioni di servizi (CS) e, dei dividendi su partecipazioni unitamente ai proventi assimilati (D).

BIBLIOGRAFIA: P. Giovannini, "Le coordinazioni fra equilibrio finanziario della gestione bancaria e minimo divario dei saggi di interesse", in riv. RIREA, maggio-giugno 1973; M. Onado, "La crisi finanziaria del 2007 e il ritorno ai classici", in Scritti in onore di T. Bianchi, Vol. I^a, Editrice Bancaria, 2012; R. Ruozi, (a cura di), "Economia della banca", Egea, II^a

(-67,38%) attribuibile alla forte volatilità dei mercati finanziari (mercato monetario, mercati valutari).

L'analisi della variabilità è seguita dai dividendi e proventi assimilati con deviazione standard pari al 2,21% e, infine, dai **ricavi netti da servizi** con deviazione pari al 2,15%. Pertanto, tali categorie risultano più stabili all'interno dell'aggregato poiché hanno una variabilità minore.

Infine, il **Margine di intermediazione** ha evidenziato nel periodo di analisi 2007-2014 una variabilità maggiore rispetto a quella del margine di interesse ma inferiore a quella dei ricavi netti da servizi. Questo vuol dire che, le banche italiane non hanno beneficiato dell'effetto **diversificazione** derivante dall'offerta congiunta dell'attività creditizia e di altre attività di intermediazione finanziaria.

Infatti, i ricavi da negoziazione e i ricavi netti da servizi sono le categorie maggiormente volatili, poiché i profitti da negoziazione di titoli e di valute estere, nonché della gestione patrimoniale hanno un'elevata dipendenza dalla dinamica dei mercati finanziari e valutari internazionali, che in tale periodo di crisi sono stati assoggettati a un'elevata turbolenza.

Per contro, il margine di interesse rappresenta la componente meno volatile poiché, le quantità economiche che compongono tale margine non sono soggette alla medesima volatilità del margine di intermediazione.

5. CONCLUSIONI FINALI

Per concludere il presente lavoro di ricerca, si procede a una sintesi dei fatti e dei concetti esaminati:

1. La presente ricerca smentisce assolutamente eventuali affermazioni di non addetti ai lavori, che hanno affermato erroneamente l'esistenza di un impatto negativo della crisi finanziaria americana dei mutui **subprime** sulla solidità finanziaria e patrimoniale delle aziende di credito italiane; semmai, le banche europee e in particolare quelle anglosassoni hanno risentito maggiormente di tale crisi;

2. Non vi è stato alcun impatto negativo; le banche italiane hanno mantenuto la loro solidità poiché il modello di business adottato è rimasto quello di tipo tradizionale basato prevalentemente

sulla concessione del credito ordinario (a breve) alle imprese e in misura poco significativa in derivati finanziari ad alto rischio;

3. I risultati economici conseguiti di modesta entità per la prima parte del periodo (2007-2010) sono stati positivi, mentre, per la seconda parte del periodo (2011-2014) tali risultati sono diventati negativi per effetto dell'elevata incidenza delle sofferenze e dei crediti deteriorati causati dalla crisi reale dell'economia e finanziaria dei mercati monetari e valutari; in minore misura ha concorso la volatilità dei tassi di interesse e dei profitti valutari dovuti all'intensa dinamica dei rispettivi mercati monetari e valutari internazionali;

4. La situazione di liquidità e finanziaria delle nostre banche non è stata positiva ma neanche grave, dovuto a un ferreo controllo delle autorità di vigilanza, in una situazione di crisi reale del sistema economico; tuttavia, il ricorso al mercato interbancario anche se maggiormente oneroso ha consentito alle banche italiane di sincronizzare maggiormente le uscite correnti con le entrate pure correnti. Le autorità di vigilanza hanno imposto una politica di assorbimento delle perdite su crediti basata su elevati coefficienti di **patrimonializzazione** previsti da Basilea 2 (patrimonio di base TIER 1; patrimonio subordinato Core Tier 1), in special modo nei confronti dei crediti più rischiosi, al fine di preservare la solidità patrimoniale delle banche. Infine, la politica di smobilizzo dei **crediti in bonis** attraverso il canale delle **cartolarizzazioni** ha contribuito nel periodo di riferimento, a finanziare la forte espansione dei prestiti alle imprese e alle famiglie avutosi nel periodo 2007-2009.

5. L'attività di prestiti alle imprese, nonostante il calo dei depositanti, è stata prevalentemente finanziata dai depositi a vista, e dalle emissioni obbligazionarie. Inoltre, le banche italiane hanno dimostrato di avere nei bilanci una buona qualità dell'attivo, nonostante la presenza di sofferenze e di partite incagliate per effetto della crisi reale. Ciò è dimostrato dagli elevati volumi di prestiti concessi alle imprese i cui dati sono stati forniti dalla banca d'Italia;

6. La redditività netta dei mezzi propri (ROE) è stata determinata, non tanto dall'effetto spread tra i tassi attivi sui prestiti e i tassi passivi sui depositi, ma dall'effetto composizione derivante dai massicci fondi intermediati fruttiferi per prestiti concessi e per fondi acquisiti a titolo di prestito; insomma, la redditività netta elevata e positiva conseguita dal 2007 al 2010 è stata realizzata per effetto della leva finanziaria positiva, per effetto della fiscalità diretta e, infine per l'incidenza delle rettifiche su crediti e su titoli sui fondi intermediati. Nella seconda parte del periodo (2011-2014), l'effetto di leva finanziaria è stata negativa con effetti demoltiplicativi sul ROE.



Stefano Meola

CONSIDERAZIONI SULLE SOCIETÀ IN DISSESTO: IL CASO MONTE PASCHI DI SIENA

Parte 1: RATING E COSTO DEL CAPITALE

L'obiettivo di questo articolo, diviso in due parti, è di porre in essere alcune considerazioni sulla valutazione delle società in fase di dissesto e di applicarle a un caso di studio, incentrato su Banca Monte Paschi di Siena Spa¹.

In questa prima parte, si darà una definizione delle società in fase di dissesto, oltre ad analizzare le equazioni necessarie al calcolo del costo del capitale, con le dovute considerazioni legate alle situazioni di crisi.

Nella seconda parte si distingueranno le fasi necessarie per arrivare all'ottenimento del valore dell'azienda, nel solo caso, però, che il *turnaround* del *management* sia in grado di far superare la situazione di dissesto.

Definiamo, dunque, cosa si intende per società in dissesto.

Sebbene questo termine possa certamente avere un significato chiaro, ci sono alcuni segnali inequivocabili che possono essere, allo stesso tempo, causa e conseguenza di una situazione di difficoltà, in una sorta di circolo vizioso che si viene a creare tra situazione di crisi e aggravamento della stessa.

Tra questi rientrano:

- **Andamento dei Ricavi e/o del MOL piatto o in declino.**

Un buon confronto andamentale andrebbe fatto sia nel tempo che nello spazio per la società che si vuole analizzare, cioè confrontando l'evoluzione della situazione patrimoniale - finanziaria ed economica nel corso di un certo numero di anni e nei confronti di altre società concorrenti.

Se pensiamo al caso Monte Paschi non possiamo non notare una diffusa sofferenza del sistema bancario italiano e anche un andamento del sistema-paese non particolarmente brillante.

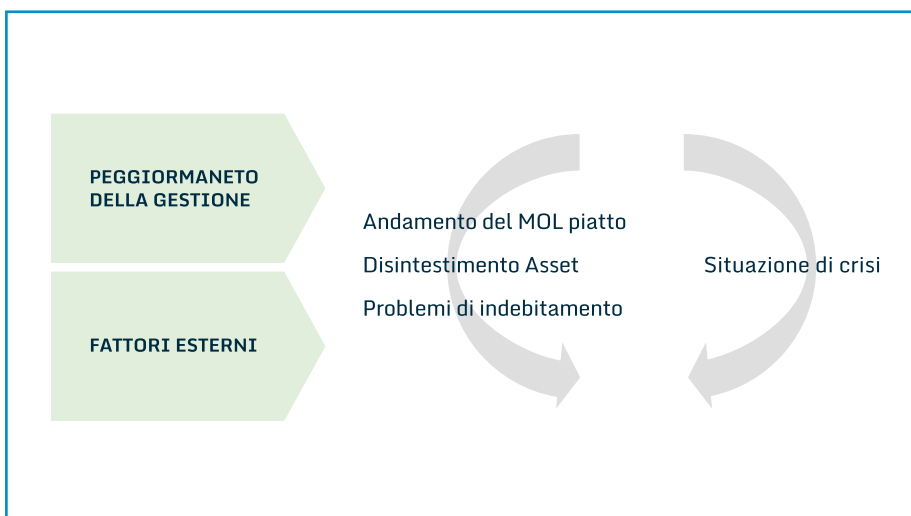
- **Disinvestimento di asset e/o rami d'azienda**

Pensiamo alla situazione di una società costretta a disinvestire singoli asset, interi rami d'azienda o partecipazioni in società controllate, per far semplicemente fronte a più gravosi impegni sul debito. Questo è un segnale tanto più importante quanto più le dismissioni riguardano investimenti profittevoli.

- **Problemi di indebitamento**

L'entità di questo fattore è legata in misura inversamente proporzionale all'andamento generale della gestione.

Figura 1



01. Ci è sembrato un caso di studi piuttosto calzante, in quanto combina una serie di vicende gestionali e legali di varia natura. Non è oggetto di questo articolo fare un resoconto delle vicende di MPS, relativamente agli scopi più strettamente legati alla valutazione basti pensare allo scandalo dell'acquisizione di Banca Antonveneta e allo scandalo del derivato Alexandria. La vicenda più attuale che riguarda, tra l'altro, tutto il sistema bancario italiano in generale è relativa alla questione dei crediti deteriorati e alla necessità di ricapitalizzare molte banche, secondo quanto previsto anche dagli accordi di Basilea.

02. Come avvenuto, ad esempio, proprio al Monte Paschi di Siena. Il 19 maggio 2015 l'agenzia di rating Fitch's ha tagliato il giudizio di rating per la banca da BBB a B-,

Un aspetto rilevante riguarda l'accesso alle fonti di finanziamento, che diventa sempre più difficile e costoso con l'aggravarsi della situazione finanziaria e del rischio percepito dagli investitori. Un'implicazione di difficile quantificazione nell'analisi di società in fase di crisi sono i cosiddetti costi impliciti di fallimento. Tali costi abbracciano una grande varietà di elementi, legati al maggior rischio percepito dell'attività aziendale, in una situazione di crisi o semplicemente di difficoltà, da parte di tutti gli *stakeholders*.

Basti pensare all'*outflow* di clienti pre-esistenti e alla mancata acquisizione di nuovi, a rapporti con investitori e finanziatori sempre più difficili e alla maggiore pressione da parte delle Autorità di Vigilanza.

Partendo da una prospettiva empirica si può notare come l'incidenza dei fattori prima elencati possa far sì che si venga a alimentare quel circolo vizioso già visto, che porta a un aumento sempre maggiore del costo del capitale; da una prospettiva analitica, rileviamo che sono necessarie alcuni aggiustamenti alle normali equazioni usate per il calcolo del costo del capitale. L'aumento della percezione del rischio da parte degli investitori ha come conseguenza principale l'innalzarsi dello stesso.

Ricordiamo l'equazione del costo totale ponderato del capitale, in inglese WACC (*Weighted Asset Capital Cost*):

$$WACC = K_e \frac{E}{E+D} + K_d \frac{D}{E+D}$$

Il risultato dipende dai valori del costo del debito, del costo del capitale netto e dai valori di *Equity* (capitalizzazione di mercato) e *Debt* (valore di mercato del debito).

Il costo del debito K_d consiste nel costo che una società deve sostenere per il finanziamento tramite debito, e dipende dall'aggiunta di un premio al rischio a un tasso *risk free*.

Il premio al rischio consiste nel maggior rendimento dato per il maggior rischio assunto rispetto, ad esempio, ai titoli di stato.

Il calcolo del costo del debito può essere, dunque, indicato dalla seguente formula:

$$\text{Costo del debito} = \text{Tasso riskfree} + \text{Premium risk}$$

Utilizziamo come tasso *risk free* (2,00%) il titolo IT0005127086, BTP a 10 anni emesso dal Governo Italiano il 1 settembre 2015.

Come *Premium risk* si può usare il *Default spread* corrispondente al giudizio che le agenzie di *rating* danno sul debito di una società.

Questa interpretazione acquista maggior senso se pensiamo che oggigiorno le decisioni in materia di investimento vengono piuttosto influenzate dai giudizi delle agenzie di *rating*.

Risulta evidente come un peggioramento del *rating* corrisponde a un incremento del costo del debito, a causa del maggior rischio percepito - e conseguentemente premio richiesto - dagli investitori².

Ne caso di studio, il declassamento da BBB a B- ha comportato un aumento del costo del debito del 123,53%, oltre a rendere i titoli obbligazionari della banca figurabili come *junk bond* invece che *investment grade*³:

$$\text{Costo del debito Rating BB} = 2,00 + 2,25$$

$$\text{Costo del debito Rating B} = 2,00 + 7,50$$

La tabella 1 a lato riporta gli *spread*, dunque i *Premium risk*, corrispondenti ai vari livelli di *rating*.

Tale maggior costo del debito va a impattare sul costo del capitale congiuntamente a un probabile aumento dell'indebitamento stesso. Dalla prospettiva del capitale netto, è anche in questo caso quasi scontato, in una situazione aziendale in crisi, un aumento del costo del capitale netto K_e .

Alla normale equazione per il calcolo del costo del capitale netto viene aggiunto un fattore rappresentativo della situazione di dissesto e del premio aggiuntivo richiesto dagli investitori in capitale di rischio:

Tabella 1

RATING	SPREAD
A1/A+	1,10%
A2/A	1,25%
A3/A-	1,75%
Aa2/AA	1,00%
Aaa/AAA	0,75%
B1/B+	5,50%
B2/B	6,50%
B3/B-	7,50%
Ba1/BB+	3,25%
Ba2/BB	4,25%
Baa2/BBB	2,25%
C2/C	16,00%
Ca2/CC	12,00%
Caa/CCC	9,00%
D2/D	20,00%

vedi pagina 75 della Relazione Finanziaria semestrale scaricabile dal sito della banca.

03. La tabella è stata presa da http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/spreadsh.htm

04. Sono stati utilizzati rendimenti mensili, lungo un arco temporale di 10 anni, ottenuti da Yahoo Finance. Si è preferito calcolare il β tramite regressione, anziché tramite il processo bottom-up, per includere l'effetto sulle quotazioni delle vicissitudini di Banca Monte Paschi ed evitare di sottostimarli.

05. Discount Rate (Risk-Free Rate And Market Risk Premium) Used For 41 Countries In 2015: A Survey by SSRN, P.Fernandez, A.O.Pizarro, I.F.Acin, 2015, ssrn.com.

Figura 2

SCENARIO	C.CAP.NETTO	RATING	C.DEBITO	WACC
SCENARIO 1	13,16%	B-	9,50%	9,75%
SCENARIO 2	8,91%	BBB	4,25%	4,56%

Costo del Capitale Netto =
Tasso r.f. +
 $\beta_{Healthy}$ (Equity Premium Risk) +
Distress Premium Risk

Dove per $\beta_{Healthy}$ si intende il β normalmente calcolato per una società non *distressed*, escludendo dunque dal computo la specificità della situazione di dissesto. Nel caso di studio il β è stato ottenuto tramite regressione lineare⁴ e risulta pari a 1,28. L'*Equity Premium Risk*, che consiste nel maggior rendimento richiesto da un investitore per sostenere il rischio relativo all'investimento nel mercato azionario, risulta essere pari al 5,4%⁵, mentre il *Distress Premium Risk* è pari al 4,25%⁶. Quest'ultimo è proprio l'elemento aggiunto, citato in precedenza, rappresentativo della situazione di dissesto. Considerati questi valori, il costo del capitale netto risulta così essere pari a circa 13,16%. Gli ultimi elementi necessari al computo del costo totale ponderato del capitale - WACC - sono l'indebitamento a valori di mercato e la capitalizzazione, ammontanti nel nostro caso, rispettivamente, a 31.406 milioni di euro⁷, 2.250 milioni.

Vediamo ora due possibili scenari (Fig.2). Il primo corrisponde alla situazione effettiva di analisi, considerando i dati su indicati. Il secondo corrisponde a un'ipotetica situazione pre-dissesto, o a un possibile scenario corrispondente a una situazione di recupero. Nel secondo scenario⁸ è stato preso in considerazione il *rating* prima del declassamento, e un costo del capitale netto che non tiene conto del differenziale del *Distress Premium Risk*. I dati di indebitamento e capitalizzazione sono quelli del 2014, gli stessi usati per il calcolo dello Scenario 1. Come si può notare, il costo totale ponderato del capitale è diminuito notevolmente. Nella prossima parte, si vedranno i calcoli necessari per arrivare alla stima del valore aziendale, partendo dal calcolo dei flussi di cassa effettivi dai dati di bilancio, e tenendo in considerazione il fattore del dissesto.

06. Damodaran consiglia di approssimarlo come differenza tra il Costo del debito della società e la media del costo del debito del settore di riferimento. Considerando un rating medio di settore di BBB-/BB+, si può approssimare lo spread di settore al 5,25%, dunque il Distress premium risk risulta pari al 4,25% - dato dalla differenza di 9,50% per Monte Paschi e 5,25%.

07. Ai fini della quantificazione dell'indebitamento a valori di mercato, è stato considerato solo il totale delle emissioni obbligazionarie.

08. Si tratta di considerazioni semplificate, al solo fine di mostrare l'effetto di un diverso rating e di un più basso costo del capitale netto, sul WACC. A fronte di costi di capitale netto e di debito più bassi, molto probabilmente, le decisioni di finanziamento (ossia il mix di capitale netto e debito da adottare) sarebbero state diverse.



LA CRESCITA È NELLE TUE MANI.

DA OLTRE 130 ANNI INSIEME PER IL TERRITORIO.

Crea il tuo futuro. Puoi farlo con noi.

Da sempre siamo guidati da un senso di responsabilità sociale, per creare un valore economico che è basato sul rapporto costante con imprese e famiglie. Un valore economico finalizzato alla stabilità del contesto territoriale.

Siamo così riusciti a costruire un patrimonio di fiducia che ha permesso lo sviluppo della nostra terra, proprio sapendo che la crescita è nelle mani di chi, come te, investe nel domani.

#nelletuemani



bppb.it



**BANCA POPOLARE
DI PUGLIA E BASILICATA**
DAL 1883





Rubrica: pratica professionale



Francesco Pazzaglia

LA BALANCED SCORECARD: CASE HISTORY GALENICA SENESE Srl

1. LA BALANCED SCORECARD: UNO STRUMENTO DI REPORTING E DI MANAGEMENT STRATEGICO

La *Balanced Scorecard* nasce dallo studio di Kaplan e Norton sui modelli di *business performance* e viene reso pubblico nel 1992 in un articolo della rivista specialistica "Harvard Business Review". Negli anni successivi, come già alla pubblicazione, riscuote molto successo tra imprenditori e *manager* che videro in questo modello uno strumento di *reporting* multidimensionale articolato in quattro prospettive: Finanziaria, Mercato, Processi interni, Apprendimento (**Fig. 1**).

Per ogni prospettiva sono individuati obiettivi, indicatori di *performance* (KPI), iniziative per perseguire gli obiettivi e metodi di rilevazione e controllo (**driver**). Il modello teorizzato nel 1992 non è immediatamente applicabile in qualsiasi contesto aziendale, ma deve essere concepito come modello-base per costruire un proprio sistema di

gestione contingente alle necessità dell'azienda. Infatti, osservando i modelli di *Balanced Scorecard* applicati nelle varie aziende troveremo molti punti in comune sulla struttura del modello, ma poi ognuna perseguirà obiettivi e strategie diverse. I fattori che rendono così diversi i modelli tra loro sono molteplici, tra i più significativi possiamo ricordare: il mercato, il tipo clientela (pubblico e/o privato) e l'area geografica.

La *Balanced Scorecard* è anche uno strumento di *management* strategico a 360°, perché appena il sistema è implementato in azienda costituisce la metodologia portante per raggiungere gli obiettivi di lungo periodo (la *Mission*) attraverso obiettivi di breve periodo. Ciò che ne fa uno strumento di *management*, sono i punti comuni riscontrati nelle varie aziende, che rappresentano anche i punti di forza del modello.

Tra questi possiamo ricordare:

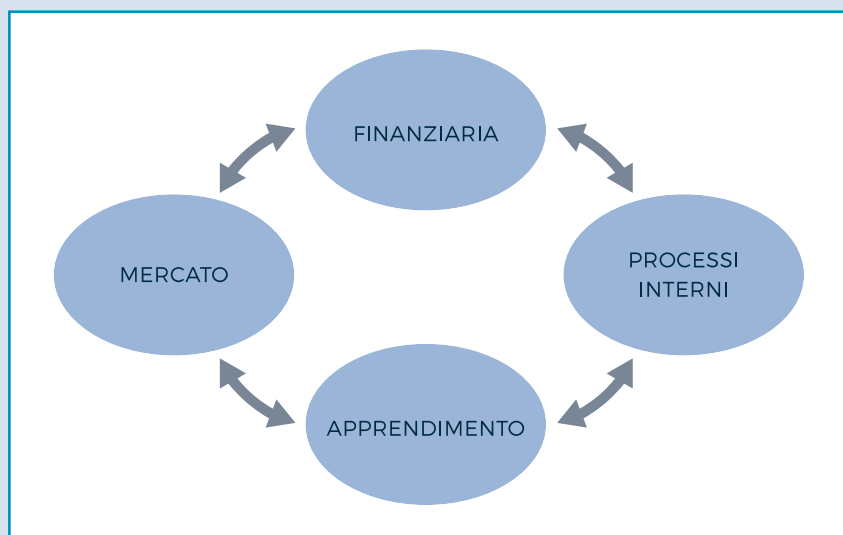
- tradurre la strategia in termini operativi considerando opportunità e minacce del *business*;
- coordinare l'organizzazione alla strategia;
- aumentare la consapevolezza aziendale della strategia adottata e di concetti (a tutti i livelli), come la qualità o la responsabilità ambientale e sociale;
- gestione delle risorse attraverso la *leadership* dell'organo di governo;
- controllo degli obiettivi di breve periodo per mantenere o modificare le azioni di breve periodo per ottenere gli obiettivi di lungo periodo;
- sistema di supporto ai sistemi di gratificazione e incentivazione.

La *Balanced scorecard*, come tutti i modelli di *business performance*, trova piena applicazione solo nelle grandi aziende, perché comporta costi di progettazione, implementazione e gestione molto elevati che non sarebbero sostenibili per la piccola e media impresa. Inoltre l'implementazione richiede tempi elevati che possono ulteriormente aumentare a causa di:

- grado di mutamento del modo di lavorare rispetto al precedente;
- grado di adattabilità dei dipendenti;
- capacità dell'organo di governo di comunicare il nuovo modello.

Ulteriore limite è quello di visualizzare l'azienda in 4 prospettive, che potrebbero essere insufficienti o superflue a seconda dei casi, per esempio il *management* potrebbe inserire ulteriori prospettive; come i fornitori o la formazione del solo capitale umano. In relazioni a questi problemi di implementazione e non solo, la BSC è utilizzata principalmente come strumento di *reporting*.

Figura 1



2. LA BALANCED SCORECARD: CASE HISTORY GALENICA SENESE SRL

Galenica Senese S.r.l. è un'azienda italiana che opera nel mercato delle soluzioni galeniche dai primi anni '70. Nei primi anni '80 viene acquistata da Svas Italia, azienda *leader* nel settore della medicazione e dei dispositivi sanitari. Nel 1999 l'azienda è stata completamente ristrutturata, attraverso la costruzione di nuove linee produttive, innalzando notevolmente gli *standard* qualitativi dei processi produttivi fino a superare il livello delle migliori aziende mondiali. L'obiettivo dell'applicazione della *Balanced Scorecard* in Galenica Senese è stato quello di aumentare la propria competitività nel mercato, visti i margini di profitto molto ridotti, per la prevalenza di clientela del settore pubblico e l'elevata concorrenza delle multinazionali presenti nel mercato.

Il modello di BSC (*Balanced Scorecard*) in Galenica Senese è stato sviluppato non secondo le 4 prospettive classiche, ma solamente secondo 3, perché la R&S riguarda esclusivamente i processi interni, vista la forte standardizzazione del prodotto finito. Per questo motivo le prospettive **PROCESSI e APPRENDIMENTO** sono inserite nell'unica prospettiva chiamata **PROCESSI INTERNI & INNOVAZIONE** (Fig.2).

2.1 Prospettive e Obiettivi

Il passo seguente è stato individuare gli obiettivi delle 3 prospettive, partendo da quella Finanziaria, perché è l'area di governo e direzione rispetto alle altre, visto che si occupa di con-

trollare nel tempo gli andamenti patrimoniali, finanziari ed economici dell'azienda, verificando che siano idonei con gli obiettivi perseguiti.

Per effettuare ulteriori analisi, i prospetti di bilancio sono stati riclassificati, in particolare lo stato patrimoniale secondo il criterio finanziario e il conto economico al valore aggiunto.

Gli obiettivi della prospettiva finanziaria che si pone Galenica sono:

1) Mantenimento nel tempo di una struttura patrimoniale adeguata.

2) Controllo di un'adeguata struttura finanziaria che consenta la copertura nel breve e lungo termine delle rispettive passività.

Da segnalare, che in questo caso non è stato sufficiente utilizzare solo gli indici, ma anche verificare il ciclo economico e finanziario dell'azienda. Nel caso di Galenica i due cicli non sono identici perché il ciclo finanziario è traslato di almeno 90 giorni rispetto all'altro. Questo significa che uno studio analitico superficiale potrebbe verificare una copertura finanziaria nel breve termine, che nella realtà si realizza per l'asimmetria appena descritta.

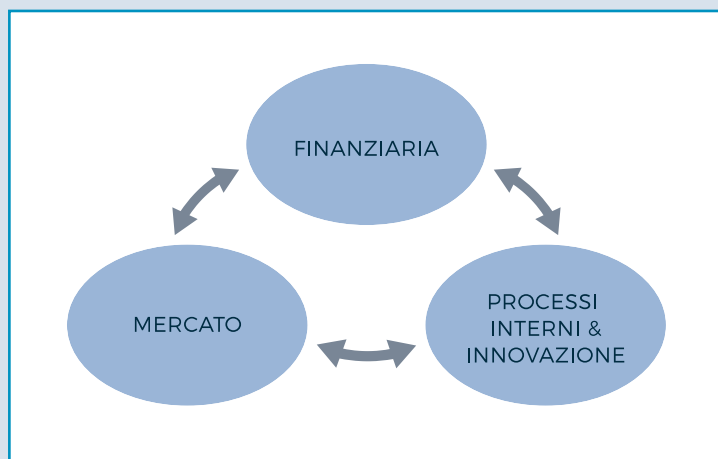
3) Assicurare una redditività costante nel tempo attraverso l'analisi del conto economico riclassificato a valore aggiunto.

4) Analisi e miglioramento della struttura dei costi attraverso l'applicazione di un modello *standard*, che permetta di individuare l'incidenza dei costi diretti e indiretti sul prodotto finale calcolando così il costo pieno aziendale.

Il sistema imputa i costi diretti immediatamente al prodotto finito e i costi indiretti sono imputati attraverso l'utilizzo di basi di imputazione.

Il metodo adottato può essere sintetizzato come un modello **FULL COSTING** adattato alla specifica realtà aziendale. Oltre al calcolo annuale di questi indici è stato importante valutare gli andamenti patrimoniali, finanziari ed economici durante i vari esercizi, per individuare le cause e gli effetti di eventuali punti di forza che di debolezza aziendale. Per esempio una diminuzione nel tempo del fatturato potrebbe significare una riduzione della quota sul mercato di riferimento o un miglioramento del prodotto offerto dai *competitors* (Tab.1).

Figura 2



La prospettiva Mercato per Galenica, presenta due caratteristiche di fondo molto interessanti, ovvero i suoi clienti sono prevalentemente pubblici e quindi sono reperiti attraverso le gare d'appalto. A queste si può accedere solo se l'azienda rispetta gli *standard* della ISO 9001. Sulla base di questo sono stati fissati gli obiettivi, ovvero:

1) Incrementare la percentuale di rinnovo delle gare di appalto vinte nel passato, creando un rapporto di fidelizzazione con il cliente .

2) Incrementare le percentuali di vittoria nelle gare, perché nel tempo queste si sono ridotte e allo stesso tempo hanno aumentato il loro fatturato potenziale.

3) Creare un sistema di valutazione del nuovo cliente per accentrare le risorse dell'azienda sono sui clienti migliori.

La valutazione del cliente è svolta dallo stesso ufficio della gestione della clientela attraverso un apposito indicatore cumulativo in cui al cliente è assegnata una valutazione. A lato i parametri e le relative valutazioni per fissare un punteggio a ogni cliente (**Tab.2**).

4) Creare una rete di fornitori affidabili che sappiano nel tempo soddisfare le richieste di Galenica Senese. Per ottenere questo, si è scelto di affidarci a clienti che abbiano *standard* qualitativi secondo la ISO 9001, la ISO 14001 e un tasso elevato del rispetto dei contratti di fornitura (**Tab.3**)

Infine, la prospettiva **PROCESSI INTERNI & INNOVAZIONE**, come già detto precedentemente è fortemente influenzata dalle normative ISO e quindi dai processi stessi, quindi gli obiettivi sono:

1) Rispetto di *standard* migliori della ISO 9001 e della ISO 14001 per differenziarsi dai *competitors*.

2) Mantenimento autorizzazioni GMP e NBP per la vendita nel settore farmaceutico (**Tab.4**).

Tabella 1

PROSPETTIVA FINANZIARIA		
OBIETTIVO	MISURE	INIZIATIVE
Avere una struttura patrimoniale adeguata alle necessità aziendali	MS1, MS2, QS1, QS2, T.di indebitamento	Assegnare all' ufficio amministrativo il controllo degli andamenti patrimoniali
Avere una struttura Finanziaria che pregiudichi il rischio di insolvenza	MT1, MT2 , QT1, QT2 QD, CCN	Assegnare all' ufficio amministrativo il controllo degli andamenti finanziari
L'attività aziendale deve svolgersi almeno con criteri di economicità	P.E. , V.A. , R.O., ROI Utile, ROE	Assegnare all' ufficio amministrativo il controllo degli andamenti economici
Analisi dei costi interni e calcolo Prezzo di vendita adeguato	costi diretti, indiretti	Assegnare all' ufficio amministrativo l' applicazione del Full Costing

LEGENDA

* Margini/Quozienti di struttura e di tesoreria

* Capitale Circolante Netto e Quoziente di Disponibilità

* Prodotto d'esercizio, valore aggiunto, reddito operativo

Tabella 2

PARAMETRO	VALUTAZIONE CLIENTE			
	1	2	3	4
Giorni di dilazione	360	91-360	31-90	0-30
Mesi di contratto	fino a 6	da 7 a 12	da 13 a 24	oltre 24
Tempi di consegna (gg)	meno di 15	da 15 a 30	da 30 a 60	oltre 60
(%) Costi di trasporto	oltre 6	da 4 a 6	da 2 a 4	< 2
Fatturato potenziale (€)	< 250 K	da 250 a 750 K	da 751 a 1500 K	> 1500 K

VOTO	VALUTAZIONE FINALE
da 5 a 10	cliente non vantaggioso
da 11 a 14	cliente che necessita di ulteriori valutazioni
da 15 a 20	cliente ottimale

Tabella 3

PROSPETTIVA CLIENTE		
OBIETTIVO	MISURE	INIZIATIVE
Incremento % dei rinnovi e aumento del prezzo di contrattazione	N° Rinnovi /Co.Sc % e N° reclami	Creazione ufficio di gestione della clientela
Incremento % delle vittorie delle gare di appalto	N° G.V /N°G.D. Fatt.R. / Fatt. P.	Rappresentanti dislocati sul territorio per comunicare gli andamenti del mercato
Creare un sistema di valutazione del cliente prima della contrattazione	Indicatore o griglia di valutazione	Il cliente dovrà essere valutato dall' ufficio di gestione della clientela
Creare una rete di fornitori affidabili secondo le esigenze della clientela	Criteri Oggettivi cumulativi	Valutare il fornitore in ogni fase del rapporto instaurato con Galenica

LEGENDA

* Co.Sc : Contratti in scadenza; N° G.V : N° gare vinte; N° G.D : N° gare disputate

* Fatt. R. : Fatturato realizzato; Fatt. P. : Fatturato potenziale

Tabella 4

2.2 La scelta dei Driver

I *driver* sono la trasformazione degli obiettivi dalla forma qualitativa a quella quantitativa, la scelta di ogni singolo *driver* è eseguita tenendo conto del contesto e il potenziale aziendale. Inoltre, sono stati scelti in linea alla logica della qualità e miglioramento continuo. A lato (**Tab.5**), alcuni *driver* scelti a titolo di esempio.

2.3 Criticità del sistema

La *Balanced Scorecard* all'interno di Galenica Senese S.r.l. durante la sua implementazione ha trovato le sue criticità, soprattutto nelle fasi di comunicazione al personale, perché abituati a un metodo di lavoro ormai consolidato. Quindi gli sforzi maggiori sono stati impiegati nei processi comunicativi puntando su due aspetti: Il perché Galenica Senese s.r.l. ha deciso di intraprendere questo strumento e i vantaggi per il personale nell'applicazione dello stesso, ovvero i sistemi di gratificazione e incentivazione.

Posso concludere dicendo che la BSC è uno strumento molto flessibile, che sicuramente mette a frutto tutte le sue potenzialità nelle aziende di grandi dimensioni, anche se può aiutare le piccole e medie imprese del panorama italiano a introdurre sistemi di *reporting* più evoluti di supporto alle strategie aziendali, necessari negli attuali contesti competitivi sempre più complessi, dove la risposta proattiva al mercato e in anticipo rispetto ai *competitors* è sempre più frequente e necessaria per afferrare le quote di mercato.

Inoltre, la BSC è uno strumento adatto ai metodi di incentivazione e gratificazione all'interno delle aziende, che attraverso analisi anche qualitative dei risultati ottenuti possono creare sistemi di carriera meritocratici.

PROSPETTIVA FINANZIARIA		
OBIETTIVO	MISURE	INIZIATIVE
Creare un sistema di gestione della qualità per il consolidamento della certificazione ISO 9001	- Parametri chimici - Q.P.non I / Q.P tot - Q.M. NI / Q.M tot - N°Sup. lim di toll.	- Creare un ufficio della qualità, per effettuare controlli e ispezioni sui processi produttivi ed eventualmente intraprendere azioni Correttive - Corsi di Formazione per condividere in azienda il concetto di Qualità
Creare un sistema di gestione ambientale integrato al sistema di gestione della qualità per ottenere il rinnovo della ISO 14001	- Parametri chimici - Soglia di tolleranza sterilità - Lim.Max di stock - C. Medio x mese risorse non rinn. - Q.R. riciclati	- Creare collaborazioni esterne per il rilevamento degli standard ambientali prefissati, nella gestione dei rifiuti, risorse eneegetiche,inquinamento acustico etc.. - Corsi di Formazione per condividere in azienda l'importanza della gestione ambientale
Mantenimento delle Autorizzazioni GMP e NBF	Indici di valut. ISO	Nessuna iniziativa ulteriore già intrapresa per le certificazioni ISO
Individuare e ridurre gli sprechi nei processi produttivi	costi diretti, indiretti	Applicazione del Full Costing

LEGENDA

* Q,P,non I / Q,P tot : Quantità prodotti non idonei / Quantità prodotti totali

* Q.M. NI / Q.M tot : Quantità materie prime non idonei / Quantità materie prime totali

* Q.R. riciclati : Quantità rifiuti riciclati

Tabella 5

Balanced Scorecard - Galenica Senese S.r.l.			
PROSPETTIVA	OBIETTIVO	MISURE	DRIVER
FINANZIARIA	Avere una struttura patrimoniale adeguata alle necessità aziendali	- QS1 - QS2 - T. di indebitamento	- >0,4 - >0,8 - < 5
MERCATO	Creare un sistema di valutazione del cliente prima della contrattazione	Tabela di valutazione	Mercato
PROCESSI INTERNI & INNOVAZIONE	Individuare e ridurre gli sprechi e inefficienze nei processi produttivi	Costi diretti e indiretti	Effettuare contratti almeno per l'80% con clienti ottimali

LEGENDA

* QS1-QS2 : quoziente struttura primario e secondario

* QT1: quoziente di tesoreria primario QD : Quoziente di disponibilità

Furio Bartoli¹

GLI INTANGIBILI: IL PATRIMONIO INVISIBILE

Negli ultimi anni è maturata la consapevolezza che il successo delle imprese è determinato in massima parte dalla dotazione di risorse intangibili, risorse rappresentative del capitale umano, intellettuale, relazionale, sociale, organizzativo e simbolico di un'impresa (*Fig. 1*).

Gli *asset* tangibili (in pratica quelli fisici e finanziari) sono in grado di generare un modesto ritorno sugli investimenti, dal momento che rappresentano forme di capitale comuni e facilmente imitabili. Soltanto risorse rare, di valore, difficilmente imitabili, consolidate nel tempo grazie a meccanismi di apprendimento evolutivo, consentono un differenziale positivo rispetto ai concorrenti.

Le risorse intangibili presentano que-

ste caratteristiche e aggiungono valore agli *asset* materiali dell'impresa, garantendo a talune imprese periodi di profitti e di crescita straordinari, superiori alla norma, frutto di posizioni di vantaggio competitivo transitorie e di monopoli temporanei. Gli attuali scenari competitivi si sono come biforcati in due mondi, per quanto interrelati tra loro, rispondenti a regole di creazione del valore differenti: il primo basato sulla trasformazione delle risorse tangibili, il secondo sulla gestione e lo sviluppo di forme di capitale intellettuale e immateriale. Ed è proprio l'importanza crescente degli intangibili che sta portando, in questi ultimi anni, a una profonda rivisitazione delle tradizionali metodologie valutative, mediante le quali si cerca di stimare il valore d'impresa.

Il valore del capitale intangibile, infatti, è fondamentalmente invisibile in bilancio e sfugge alle lenti delle analisi valutative tradizionali: questo perché risponde a regole profondamente differenti rispetto a quelle che presidono la dinamica degli *asset* materiali. Non a caso negli anni scorsi la SEC (*Securities Exchange Commission* degli Stati Uniti) ha invitato le aziende a fornire maggiori informazioni sugli *asset* intangibili, dal momento che "le informazioni che occorrono non vengono fornite dai tradizionali metodi di *accounting*". Da queste considerazioni preliminari scaturisce un interessante paradosso: gli intangibili sono alla base del processo di creazione del valore e sono, allo stesso tempo, per loro sfuggibilità e difficoltà di misurazione, forse una delle principali cause di imperfezione e distorsione dei processi valutativi.

Figura 1: Classificazione di alcuni asset intangibili (www.b-finance.it)

IL CAPITALE INTANGIBILE	
CAPITALE INFORMATIVO	Informazioni, ITC, sistemi informativi, data base, sistemi informativi, ERP, CMR, know-how, benchmarking, analisi scenario
CAPITALE INTELLETTUALE	Conoscenze, competenze, esperienze, apprendimento organizzativo
CAPITALE DEI VALORI	Sistema dei valori, cultura organizzativa, allineamento, coinvolgimento, motivazione, fidelizzazione
CAPITALE STRATEGICO	Capacità di visione, capacità decisionali, capacità di pianificazione, processi direzionali
CAPITALE ORGANIZZATIVO	Assetto organizzativo, processi operativi, gestione e sviluppo delle risorse umane, comunicazione interna, sistema premiante, leadership
CAPITALE RELAZIONALE	Comunicazione esterna, reti di relazioni, integrazioni della supply chain, alleanze, comakership
CAPITALE DI MERCATO	Marketing (strategico, operativo, relazionale), risorse di relazione e di fiducia (satisfaction, trust, fidelity, loyalty)
CAPITALE DI INNOVAZIONE	R&S, brevetti, analisi funzionale, analisi del valore
CAPITALE IMMAGINE	Brand, reputazione
CAPITALE ETICO	Responsabilità etica e sociale

Per quanto possa ancora apparire strano, gli intangibili rappresentano un ingrediente del *business* che la maggior parte delle aziende non gestisce, non misura e non pubblicizza.

Per contro gli analisti finanziari e gli investitori più accorti dedicano loro grande attenzione, per valutare la solidità e le prospettive di sviluppo di un'azienda.

La classificazione degli intangibili

Tra i diversi criteri proposti dalla dottrina per una ragionevole classificazione degli intangibili, nella pratica si è imposto il cosiddetto criterio della dominanza, secondo il quale risulta conveniente segmentare gli intangibili in un numero limitato di classi, per evitare il rischio di sovrapposizioni e di duplicazioni.

In questa prospettiva, ai fini del nostro processo valutativo, una prima segmentazione degli intangibili viene generalmente limitato alle seguenti macroclassi:

- **intangibili di marketing;**
- **intangibili tecnologici;**
- **intangibili di conoscenza.**

Il ricorso a un numero limitato di classi trova un'altra, e forse più evidente giustificazione, nella verifica dello scenario reddituale, cui gli intangibili devono essere sottoposti. Secondo tale impostazione, infatti, il valore attribuito agli intangibili deve essere validato, avendo cura di verificare se l'intangibile stesso abbia l'effettiva capacità di generare adeguati flussi di risultato (in sostanza, se un intangibile non è in grado di generare reddito, non ha un valore). Va osservato che, nella pratica, la verifica dello scenario reddituale avviene generalmente complessivamente, risultando difficile garantire una corrispondenza univoca tra un determinato intangibile e il corrispondente flusso di risultato. Quando possibile il livello di dettaglio viene esploso, arrivando a valorizzare singoli intangibili specifici (ad esempio la rete di vendita, un canale distributivo o il patrimonio di relazioni), facendo comunque attenzione ad evitare la sovrapposizione e la duplicazione di entità e valori.

Il criterio del costo

I criteri basati sui costi si basano sull'assunto che il valore di un bene

immateriale (corrispondente, come sappiamo, al valore attuale dei flussi di risultato attesi) è pari al costo che si deve sostenere per ottenere quel bene o un bene equivalente sotto il profilo dell'utilità. Gli approcci riferiti al costo sono basati sul principio di sostituzione: qualunque sia la configurazione di costo adottata, infatti, i metodi procedono alla stima del valore dell'intangibile attraverso l'accertamento del costo di un sostituto del bene in questione.

Il criterio del costo è riconducibile a tre distinte metodologie, descritte nei paragrafi successivi:

- **il metodo del costo storico;**
- **il metodo del costo storico aggiornato;**
- **il metodo del costo di riproduzione.**

Il metodo del costo storico

Il metodo del costo storico viene generalmente applicato agli intangibili specifici in fase di sviluppo o in via di formazione, per i quali non è ancora possibile valutare un effettivo ritorno degli investimenti. È il caso, ad esempio, dei progetti di ricerca e sviluppo in una fase ancora lontana dai possibili ritorni di mercato.

Il metodo del costo storico aggiornato

Il metodo del costo storico aggiornato si concretizza nell'accertamento dei costi sostenuti in passato per l'acquisizione o la realizzazione dell'intangibile da valutare e nell'aggiornamento degli stessi alla data di valutazione.

Operativamente il metodo consiste:

- nell'identificazione dei costi storicamente sostenuti per la realizzazione dell'intangibile, a prescindere dal relativo trattamento contabile;
- nel trattamento deflazionistico e nell'allineamento monetario dei costi stessi (quando ritenuto opportuno);
- nella rettifica dei costi per tener conto della loro utilità residua (ammortamento).

Per quanto riguarda la rettifica da apportare per tener conto dell'eventuale degrado intervenuto tra il momento del sostenimento dei costi e la data di riferimento della valutazione, va ricordato che gli intangibili sono soggetti a fenomeni di deperimento in modo molto diverso rispetto ai beni materiali. In alcuni casi, infatti, l'utilizzo inten-

sivo di un intangibile può portare a un accrescimento del suo valore e delle sue utilità prospettiche, anziché a un degrado.

La definizione del correttivo da apportare ai costi storici aggiornati può avvenire in modo esplicito o implicito. La rettifica esplicita si concretizza nell'applicazione di un coefficiente al valore a nuovo del bene immateriale (in genere il coefficiente è dato dal rapporto tra la vita utile residua alla data di riferimento della stima e la vita utile complessiva del bene). La rettifica implicita, per contro, avviene attraverso l'apprezzamento di fenomeni di degrado già in fase di assunzione dei valori di costi ordinati alla definizione del costo storico aggiornato; questo attraverso la selezione dei soli elementi dei costi che qualificano significativamente il bene dal punto di vista delle utilità prospettiche. In genere la prassi si orienta verso la soluzione della rettifica esplicita, mentre quella implicita è preferita quando la vita utile del bene è difficilmente apprezzabile o si estende lungo un orizzonte temporale superiore ai vent'anni.

I costi da considerare per l'applicazione del metodo devono avere natura di investimento, nel senso che devono trovare origine in operazioni cui si associa un sacrificio iniziale di risorse finanziarie nella prospettiva della creazione futura di nuove e accresciute risorse finanziarie. Per contro sono da escludere i cosiddetti costi di mantenimento, quelli, cioè, a fronte dei quali non vi è alcun incremento del livello di utilità del bene da valutare.

Va comunque osservato che questo criterio, basandosi sugli investimenti sostenuti, non considera il bene nel suo pieno valore, dal momento che tralascia la valutazione delle sue potenzialità di crescita e ne limita così il concetto stesso di investimento.

Il metodo del costo di riproduzione

Il metodo del costo di riproduzione prevede la stima dei costi da sopportare, alla data di riferimento della valutazione, per realizzare ex-novo un bene immateriale equivalente a quello oggetto di valutazione sotto il profilo dell'utilità.

In questo caso si tratta di individuare in modo analitico le voci di costo rilevanti ai fini della riproduzione dell'in-

tangibile, sottoponendo a rettifica il valore così calcolato, per tener conto dello stato d'uso del bene:

$$Valore = \frac{V_R}{V_U} \sum C_i$$

dove:

C_i = i-esimo costo di produzione

V_R = vita residua stimata

V_U = vita utile dell'intangibile

In alcuni casi la rettifica rappresentativa del degrado o della vita residua non viene applicata; è il caso degli intangibili per i quali la vita residua viene idealmente a coincidere con la vita totale.

Anche in questo caso i costi da considerare devono avere una natura di investimento e devono essere trascurati i costi di mantenimento, cioè i costi che non determinano alcuna variazione significativa dell'utilità del bene considerato. Va osservato che, pur con i limiti concettuali e le difficoltà applicative, i metodi basati sui costi rappresentano la strada più agevole ai fini della valutazione dei beni immateriali; questo perché gli altri metodi, analizzati successivamente, pur essendo più rigorosi, spesso si accompagnano a problemi applicativi.

Edizione a cura di:



ASFIM

CREA VALORE ALL'IMPRESA

www.asfim.org

SFC

Strategia Finanza e Controllo

PERIODICO DIRETTO DA ANTONIO SOFIA E ENZO TUCCI