



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex  
D.M. 270/2004*)  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

—  
Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

**Titolo:**  
**UN SISTEMA BANCARIO IN  
EVOLUZIONE: IL CASO BNP  
PARIBAS - FORTIS**

**Relatore**  
Ch. Prof. Massimo Buongiorno

**Laureando**  
Luca Ortolan  
Matricola 845147

**Anno Accademico**  
**2014 / 2015**



## **RINGRAZIAMENTI**

Per lo svolgimento del seguente lavoro, ringrazio innanzitutto il mio professore relatore Massimo Buongiorno, per le utili indicazioni fornitemi e per il permesso di svolgere questo elaborato durante il mio periodo di mobilità estera per erasmus, oltre a tutti i professori del mio percorso universitario per la competenza e la correttezza dimostrata.

Un doveroso e onorato ringraziamento va alla mia famiglia, per il sostegno e il supporto psicologico e materiale costante e continuo, senza cui non avrei mai potuto raggiungere un traguardo simile.

Ringrazio i miei amici per la lealtà e la fedeltà dimostrata negli anni, con cui ho condiviso e continuo a condividere momenti indimenticabili, e la mia ragazza per l'amore, l'affetto e la pazienza dimostrati finora.

Ringrazio l'Università Ca' Foscari di Venezia per l'opportunità di questa laurea magistrale in Economia e Finanza, l'organizzazione sempre puntuale e impeccabile durante tutto il percorso universitario, e l'enorme esperienza acquisita durante il periodo di studio estero, da cui tra l'altro ho tratto l'ispirazione per la scelta dell'argomento su cui sviluppare la mia tesi.

A tal proposito ringrazio l'ufficio erasmus per la professionalità, l'aiuto e il tempismo dimostrato, l'Université Catholique de Louvain, con la quale ho condiviso un entusiasmante semestre di studio e ricerca, e la filiale di BNP Paribas Fortis di Louvain-La-Neuve, oltre alla sede centrale della stessa di Bruxelles, per le preziose informazioni offerte.

## INDICE

Abstract.....	pag. 6
<b>Capitolo 1: Introduzione.....</b>	<b>pag. 7</b>
Introduzione.....	pag. 7
Fattori di cambiamento nell'economia.....	pag.7
M&A.....	pag. 11
<b>Capitolo 2: I Mercati.....</b>	<b>pag. 14</b>
Il mercato bancario belga.....	pag. 14
Panoramica sul mercato bancario francese.....	pag. 15
<b>Capitolo 3: I Soggetti.....</b>	<b>pag.20</b>
Fortis, la storia.....	pag.20
BNP Paribas.....	pag. 21
Paribas.....	pag. 21
Banque National de Paris.....	pag. 24
BNP Paribas, l'evoluzione.....	pag. 24
BNP Paribas, acquisizioni.....	pag. 32
<b>Capitolo 4: Le origini della crisi.....</b>	<b>pag. 36</b>
Fortis, affare ABN AMRO.....	pag. 36
Evoluzione mercati finanziari fino al 26 settembre 2008.....	pag. 37
Ecofin council 7 ottobre 2008.....	pag. 39
<b>Capitolo 5: Le operazioni tra il 29 settembre e il 6 ottobre 2008.....</b>	<b>pag. 42</b>
Piano Benelux, primo intervento.....	pag. 42
L'evoluzione di Fortis Banque tra il 29 settembre e il 3 ottobre 2008.....	pag. 45
Fortis Bank Nederland tra il 29 settembre e il ottobre 2008.....	pag. 46
La cessione degli attivi olandesi allo Stato olandese.....	pag. 48
Secondo intervento governativo.....	pag. 52
Cessione di Fortis Banque a BNP Paribas.....	pag. 56
Creazione SPV.....	pag. 57
Cashes.....	pag. 57
Il plusvalore legato alla qualità del debitore.....	pag. 59
La valutazione di Fortis Banque.....	pag. 59
Il sostenimento di BNP Paribas al finanziamento.....	pag. 62

L'acquisto di Fortis Insurance Belgium.....	pag. 63
La situazione di Fortis Holding.....	pag. 64
La volontà di preservare la liquidità della Holding.....	pag. 65
Creazione di un fondo per i piccoli azionisti.....	pag. 66
Il Protocollo d'Accordo.....	pag. 69
Situazione liquidità e solvibilità di Fortis Banque dal 6 ottobre 2008.....	pag. 69
Evoluzione solvibilità e liquidità dal 12 dicembre 2008 al 12 gennaio 2009...	pag. 71
<b>Capitolo 6: Dalla sospensione all'accordo definitivo.....</b>	<b>pag. 73</b>
Sospensione acquisizione.....	pag. 73
Rapporto esperti.....	pag. 73
Giudizio sul primo intervento governativo.....	pag. 74
Valutazione sul secondo weekend di interventi.....	pag. 77
Riflessioni e raccomandazioni.....	pag. 79
Modifiche al Protocollo d'Accordo.....	pag. 85
Assemblea azionisti Fortis 11 febbraio 2009.....	pag. 88
Nuovo accordo.....	pag. 90
Approvazione accordo da parte di BNP Paribas.....	pag. 94
<b>Capitolo 7: Il Post acquisizione.....</b>	<b>pag.98</b>
Il progetto industriale.....	pag. 98
Impatti finanziari.....	pag. 99
Conseguenze.....	pag. 99
Piano di integrazione.....	pag. 100
Obiettivi post fusione.....	pag. 102
Risultati parziali 2009.....	pag. 104
Risultati finali 2009.....	pag. 104
Primo ricorso azionisti Fortis.....	pag. 105
Ricorso azionisti per comunicazione ingannevole.....	pag. 106
Analisi post acquisizione.....	pag. 110
Conclusioni.....	pag. 116
Bibliografia.....	pag. 119
Annessi.....	pag. 121

## **Abstract**

Con il presente lavoro andremo ad analizzare le specifiche del mercato bancario e la sua evoluzione nel tempo, con particolar riguardo ai casi di Francia e Belgio.

Andremo poi a concentrare la nostra attenzione sulle specifiche del gruppo francese BNP Paribas e di quello belga Fortis, analizzandone dapprima la storia, e in seguito gli elementi che hanno portato questi due soggetti finanziari a incrociare le proprie strade, ragionando sul contesto economico in cui si svolse la vicenda.

Presenteremo le criticità e del caso, dovute alla molteplicità di soggetti e Paesi coinvolti, offrendo successivamente l'analisi e la valutazione delle soluzioni adottate.

# **CAPITOLO 1**

## **INTRODUZIONE**

### **Introduzione**

Nel corso degli ultimi 20 anni, tutti i principali paesi dell'Unione Europea, hanno conosciuto un processo di profonda ristrutturazione del sistema bancario e finanziario, dovuto all'impatto concomitante di numerosi fattori.

Tra i principali citiamo da subito:

- la nascita dell'Euro e l'avvio dell'Unione Economica e Monetaria (UEM);
- la globalizzazione dell'economia internazionale;
- il progresso tecnologico;
- l'evoluzione della società e dei bisogni dei consumatori;
- la nascita e lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi offerti sul mercato;
- l'evoluzione della normativa;
- la saturazione del mercato bancario;
- l'aumento della concorrenza;
- la privatizzazione e la despecializzazione bancaria.

Tutti questi fattori hanno contribuito al mutamento del settore creditizio, portandolo al miglioramento del livello di efficienza, alla diversificazione dei rischi e alla razionalizzazione dei processi.

Andiamo a vedere quali fattori hanno spinto l'attività bancaria ad evolversi nel tempo, fornendo una panoramica più approfondita sui cambiamenti in atto nell'economia globale.

### **FATTORI DI CAMBIAMENTO NELL'ECONOMIA**

La globalizzazione dei mercati, gli interventi normativi nazionali ed internazionali, la pressante concorrenza di operatori anche non bancari e, non ultima, la continua evoluzione dell'Information Technology (IT), spingono gli istituti di credito, indipendentemente dal paese d'origine, a ricercare nuove strade per il conseguimento di un vantaggio competitivo e il mantenimento della propria quota di mercato.

Il sistema bancario sta attraversando una profonda trasformazione nei suoi assetti strutturali che impatta significativamente sulle logiche gestionali, organizzative ed operative delle aziende di credito.

Andiamo a descriverli brevemente:

- **Evoluzione tecnologica:**

Come è logico attendersi, l'evoluzione tecnologica ha giocato un ruolo chiave nell'evoluzione dell'attività bancaria.

L'avvento e la diffusione a livello globale della telematica ha ampliato enormemente la gamma di prodotti e servizi offerti ai clienti e le opportunità di trading con tutti i soggetti economici.

La possibilità di restare sempre in contatto con i clienti da loro l'opportunità di capire al meglio le specifiche esigenze di ognuno, e in tal modo poter offrire il giusto prodotto al giusto cliente, nel modo più adatto a lui.

Le banche vedono sempre più la necessità di focalizzare la propria attenzione sul digitale, automatizzare e ridisegnare i processi per renderli più snelli ed efficienti, oltre che poter valorizzare il proprio brand e farsi conoscere a segmenti di clientele che in passato erano difficilmente raggiungibili.

L'innovazione tecnologica sta portando come conseguenza anche la crescente **"disintermediazione"** dei consumatori: i consumatori hanno sempre meno bisogno della banca per effettuare operazioni finanziarie, grazie alle possibilità fornite dal web.

- **Evoluzione della società e dei bisogni dei consumatori:**

Nel corso dell'ultimo decennio abbiamo assistito ad un radicale cambiamento della società. L'avvento delle nuove tecnologie informatiche ha impattato in maniera forte sugli usi e sulle abitudini dei consumatori dei paesi di tutto il mondo. Cambiando la società e cambiando i bisogni dei consumatori, le banche devono necessariamente adattare la propria offerta, e il proprio modo di approciare con la clientela.

- **La Globalizzazione dell'economia:**

Il contesto economico attuale è un contesto fortemente globalizzato, dato dall'unificazione dei mercati a livello mondiale.

Tale processo è favorito dalla diffusione delle nuove tecnologie, specialmente nel campo della telematica, che hanno spinto verso modelli di produzione e consumo uniformi.



Le imprese operando a livello globale possono sfruttare le economie di costo nei beni e servizi standardizzati, ed economie di apprendimento per quanto riguarda il know how.

Si vede in particolare la nascita ed il predominio di imprese multinazionali di enormi dimensioni, le quali operano secondo prospettive sempre più autonome dai singoli Stati, influenzando oltre che l'economia mondiale anche le scelte politiche di molti Paesi.

- **Cambiamento normativo:**

Insieme all'evoluzione della società e dell'attività bancaria deve necessariamente esserci in maniera armonica un'evoluzione della normativa di riferimento.

Dapprima le banche venivano regolate solo a livello nazionale, poi come logica conseguenza della globalizzazione, e della nascita dell'unione economica e monetaria europea, si è deciso di regolamentare anche l'attività bancaria in modo comune per l'eurozona, con l'obiettivo di assicurare stabilità al sistema finanziario globale.

Tale compito viene svolto dal "Comitato di Basilea".

- **Concorrenza:**

La riforma della regolamentazione bancaria, con la rimozione di molte barriere all'entrata e la despecializzazione bancaria, ha favorito l'aumento della concorrenza non solo fra banche, ma anche fra banche e intermediari finanziari a cui è data la possibilità di svolgere servizi che un tempo erano prerogativa bancaria.

In tal modo si è voluto puntare all'innalzamento della produttività e dell'efficienza sia del settore creditizio che finanziario, oltre che all'integrazione fra questi due settori.

Oltre a questo, esiste anche una concorrenza fra ordinamenti, data dalle discrepanze esistenti ancora esistenti fra le regolamentazioni di molti Paesi.

Le banche in molti casi si trovano a scegliere la sede sociale in base all'ordinamento loro più favorevole.

- **Saturazione del mercato bancario:**

Dato il consolidamento del mercato del credito, la stagnazione dei consumi, il progressivo aumento delle dimensioni per il processo di concentrazione bancaria, l'introduzione delle nuove tecnologie e il crescente processo di disintermediazione, le banche hanno visto diminuire molto i margini derivanti

dall'attività bancaria in senso stretto (erogazione del credito e raccolta del risparmio).

Oggi le banche per difendere la propria quota di mercato devono necessariamente razionalizzare le risorse, curare l'immagine e cercare di fidelizzare la clientela, oltre che ricercare nuove fonti di reddito attraverso l'offerta di nuovi prodotti o servizi.

- **Privatizzazione:**

In passato la maggior parte degli istituti di credito a livello europeo erano di proprietà pubblica.

L'esigenza di integrazione internazionale, di incentivazione alla concorrenza e all'efficienza del settore creditizio hanno richiesto una modifica di questo sistema, portando al cambiamento degli assetti proprietari delle banche in favore della privatizzazione di tali istituti.

La crisi finanziaria da questo punto di vista però ha rimescolato le carte in gioco, con i governi di molti Paesi che si sono trovati nella situazione di dover intervenire per salvare istituti di credito a rischio fallimento per preservare l'equilibrio sociale e salvaguardare i risparmiatori.

Questo tema è ancora molto attuale, e non sembra esserci ancora una risposta definitiva.

- **Despecializzazione:**

Un tempo vi era, nella maggioranza degli ordinamenti europei, la specializzazione bancaria: le banche potevano relazionarsi solo con un particolare segmento di clientela.

Questo con l'obiettivo di preservare la stabilità e limitare al minimo la concorrenza nel settore bancario.

Il successivo cambiamento della normativa ha permesso alle banche di ampliare il portafoglio di clienti target per le proprie attività, potendo in tal modo puntare all'incremento della propria quota di mercato.

Oggi quindi ogni banca è libera di offrire i propri servizi a tutto il mercato, ovviamente nel rispetto della normativa.

- **Evoluzione dei prodotti e servizi offerti:**

L'attività bancaria è un mondo in continua evoluzione.

Le innovazioni tecnologiche portano ad espandere le possibilità in termini di servizi e prodotti offerti al mercato.

Solo per fare un esempio, l'avvento della cartolarizzazione ha giocato un ruolo chiave nella trasformazione dell'attività bancaria.

La possibilità di negoziare nel mercato secondario i prestiti, e trasferire ad altri soggetti il rischio di credito, ha enormemente condizionato il mondo bancario e finanziario negli ultimi decenni.

## **M&A**

In questo mare di cambiamenti, le banche devono cercare di restare a galla ed imporsi a scapito della concorrenza.

Per fare questo, la soluzione maggiormente adottata è la crescita per via esterna, per mezzo di fusione e acquisizioni.

Le operazioni di "Merger & Acquisition" (M&A) sono diventate quindi, una risposta strategica a cui hanno fatto sempre più ricorso sia le banche di primaria importanza che quelle di medie e piccole dimensioni.

I fenomeni di M&A hanno ovviamente ricadute molto consistenti sugli ambiti organizzativi dei soggetti coinvolti.

Se da un lato consentono di poter competere con i "global players" stranieri, attraverso un aumento dei volumi e delle dimensioni, dall'altro impongono la necessità di ampliare e aggiornare rapidamente il portafoglio di offerta di prodotti e servizi, al fine di adattarlo ai bisogni del mercato e mantenere vivo il rapporto con i propri clienti.

Un punto molto delicato derivante da queste operazioni è la difficile e onerosa riorganizzazione interna, a tutti i livelli.

Queste operazioni offrono nuove opportunità strategiche e mettono a disposizione nuove leve per la realizzazione del vantaggio competitivo, ma non sempre consentono l'auspicato sfruttamento delle sinergie positive, in quanto nell'immediato post acquisizione, gli elevati costi di integrazione possono compromettere l'ottenimento dei benefici.

Andiamo brevemente a vedere cosa si intende per fusione e acquisizione, e quali sono i caratteri che contraddistinguono le due operazioni.

Si parla di **fusione** ("Merger") laddove due o più imprese cessino di essere due entità separate, e contribuiscano a formare un'unica impresa il cui controllo è detenuto dagli azionisti delle compagini che hanno preso parte all'operazione.

La fusione genera la scomparsa dell'impresa acquisita quando viene incorporata dall'acquirente (fusione per incorporazione), o la scomparsa di tutte e due quando viene costituita una nuova società originata dalla concentrazione delle due imprese (fusione propria o in senso stretto).

Dall'altro lato l'**acquisizione** ("Acquisition") è invece il risultato di un'operazione di "Take-over" in cui un'impresa assume il controllo totale o parziale di un'altra impresa, a seguito di un'offerta privata (o anche detta diretta), o pubblica (OPA, nel caso di società quotate).

Tale operazione lascia però distinte e separate le due entità giuridiche, che continuano ad esistere.

Dal punto di vista strategico-organizzativo come detto, il risultato di un'operazione di M&A, qualunque sia la sua matrice giuridica, ha delle conseguenze notevoli sulla singola impresa in termini di posizione di mercato, clientela, composizione della compagine azionaria, struttura organizzativa e operatività.

Queste operazioni, intensificatesi nel corso del tempo danno vita al processo noto con il termine "**concentrazione bancaria**", che ha portato all'esistenza a livello globale di operatori di enormi dimensioni.

Tali operazioni straordinarie portano con sé esigenze di adattamento e integrazione.

Tutte queste operazioni rappresentano scelte definitive compiute dagli operatori economici, con il fine di rafforzare la propria posizione competitiva.

Queste strategie possono essere attuate al fine di raggiungere diversi scopi:

1. è possibile puntare all'espansione dei volumi di vendita, sfruttando le potenzialità insite nella domanda, senza modificare i prodotti offerti e operando negli stessi segmenti di mercato. L'aumento delle quantità prodotte dovrebbe, secondo la logica manageriale, portare a conseguire economie di scala, creando altresì le condizioni per realizzare economie di apprendimento. Sempre operando nei medesimi mercati si procede in seguito all'allargamento e al rinnovo della gamma della propria offerta;
2. si può puntare ad un ampliamento del proprio raggio d'azione, con la conquista di nuovi mercati, e se le risorse di cui si dispone possono essere condivise tra i diversi settori se ne possono ricavare le relative economie (ad es. la rete di sportelli per una banca);

3. infine si può puntare a rinnovare e sviluppare la gamma dei prodotti e servizi offerti.

Adottando uno degli obiettivi citati, le imprese promuovono il proprio sviluppo, tentando di ottenere tutti i benefici connessi a ciascuna soluzione.

Tuttavia tali obiettivi, potrebbero anche essere raggiunti per via interna, riorganizzando le risorse di cui l'impresa già dispone.

Esistono però una serie di aspetti che giustificano la maggior efficacia dei processi di crescita esterna, rispetto ad uno sviluppo endogeno.

- Primo tra tutti la possibilità, per esempio per quanto riguarda un'acquisizione, di riuscire a combinare i punti di forza di cui dispongono l'acquirente e l'acquisita, ottimizzando le risorse complessive e realizzando vantaggi in termini di efficienza e altre sinergie.
- In secondo luogo, la crescita esterna consente di centrare determinati obiettivi strategici in tempi assai rapidi, disponendo ad esempio dei "know how" della società inglobata, senza attendere l'esito di lunghi e onerosi programmi d'investimento.
- Inoltre, le vie di crescita per il tramite di acquisizioni sono spesso le uniche che consentono l'ingresso in settori o in mercati nei quali le barriere all'entrata, normative o di altro tipo, risultano difficilmente superabili in altro modo. In particolare, per i processi di aggregazione tra intermediari finanziari, operazioni di sviluppo in senso orizzontale (unioni, acquisizioni, alleanza di una impresa con un'altra) sono attuate ogniqualvolta si ritiene strategicamente conveniente l'ingresso in mercati di altri paesi, per i quali si riscontra la necessità di essere dotati di conoscenze che solo un'impresa locale è in grado di possedere, operando già da tempo all'interno del mercato.
- Infine è assolutamente rilevante sottolineare come attraverso il ricorso ad acquisizioni, le imprese riescano più rapidamente ad accrescere la propria quota di mercato, realizzando quindi l'obiettivo principe di ogni impresa.

Dopo questa presentazione generale sul mondo delle operazioni straordinarie che coinvolgono le banche e gli operatori finanziari, passiamo a considerare il caso di nostro interesse, andando in primo luogo ad analizzare i contesti specifici di riferimento.

# CAPITOLO 2

## I MERCATI

### IL MERCATO BANCARIO BELGA

Osservando da vicino il mercato bancario in Belgio, ne possiamo notare un processo di progressivo consolidamento, e la massiccia entrata, accentuata in seguito alla crisi economica del 2008, da parte di gruppi stranieri.

Per avere un'idea di tale fatto, basta pensare che nel 2012, il settore bancario in Belgio contava 106 istituti bancari, il 61% dei quali sotto giurisdizione straniera, il 26% sotto giurisdizione belga a maggioranza azionaria straniera, e solo il 19% sotto giurisdizione belga con maggioranza azionaria belga.

Il mercato bancario-assicurativo Belga era suddiviso nel periodo pre-crisi, per la maggior parte, fra i seguenti gruppi bancari:

- FORTIS: era uno dei maggiori europei nei servizi bancari e finanziari, operante in Belgio mediante la divisione Fortis Brussels principalmente nel settore clienti privati ed aziende.

Discuteremo ampiamente in seguito di tale soggetto, in quanto perno centrale del nostro lavoro.

- KBC BANQUE: gruppo finanziario belga nato dalla fusione nel 2005 della holding Bankassurance KBC e la sua società madre Almanij. Concentra il proprio business principalmente sul mercato interno e in alcuni paesi dell'Europa Centrale ed Orientale.
- DEXIA BANQUE BELGIQUE: (oggi conosciuta come BELFIUS Banque and Assurance) banca nata nel 1996 dalla fusione fra Credit Communal de Belgique e Credit Local de France.
- ING BELGIQUE: sezione belga del Gruppo olandese ING. Quarto operatore bancario in Belgio, offre servizi bancari, investimenti, assicurazioni sulla vita e servizi pensionistici ad un'ampia base di clienti.
- AXA BANK EUROPE: braccio bancario del gruppo AXA, operante principalmente nel settore retail in tutta Europa.
- ARGENTA: gruppo bancario-assicurativo operante in Belgio, Olanda e Lussemburgo.

Il settore finanziario è di primaria importanza nell'economia del Paese, contando approssimativamente 130000 lavoratori complessivi, dei quali 60000 dipendenti

bancari, su un totale di 4.7 milioni di forza lavoro belga.

Dopo aver presentato per grandi linee il quadro complessivo del sistema bancario in Belgio, che eccelle in particolare nel settore del finanziamento al commercio di diamanti ed alle piccole e medie imprese, cercheremo di esaminare la situazione più da vicino, in particolare alla luce della crisi finanziaria del 2008.

Il sistema finanziario belga, non è rimasto immune dalla profonda crisi finanziaria scoppiata con il fallimento della banca d'investimento statunitense Lehman Brothers il 15 settembre 2008.

Il Governo del Paese fu costretto ad intervenire più volte con piani di salvataggio per fare fronte alle ingenti perdite accumulate da molte de alcune banche.

In particolare due grandi gruppi bancari hanno ricevuto aiuti di Stato nel corso degli ultimi anni: FORTIS e DEXIA.

Andremo a concentrare l'attenzione del nostro lavoro in particolare sul caso di Fortis.

Analizzeremo in un primo momento la storia e la sua evoluzione nel tempo, focalizzando poi l'attenzione sugli eventi che l'hanno portata alla situazione di difficoltà, e infine presentando le soluzioni adottate.

Andiamo però prima a dare uno sguardo all'altro mercato bancario che ci riguarda da vicino per lo sviluppo del nostro lavoro, ovvero quello francese.

## **PANORAMICA SUL MERCATO BANCARIO FRANCESE**

Il mercato bancario francese, prima della crisi finanziaria del 2008 vedeva i seguenti attori svolgere il ruolo di protagonisti:

- BNP PARIBAS: uno dei maggiori operatori bancari e finanziari, oltre che in Francia, anche a livello mondiale.

Presenteremo in maniera dettagliata tale soggetto in seguito.

- CREDIT AGRICOLE CIB: si presentava al pubblico come maggior banca retail del mercato francese. Veniva soprannominata la "banca verde" dal fatto che metteva le proprie attività a servizio del mondo agricolo, raccogliendo 39 banche regionali di credito agricolo. Divenne gruppo bancario despecializzato nel 1990.
- SOCIETE GENERALE: uno dei maggiori gruppi di servizi finanziari nell'eurozona, nonché una delle più antiche banche francesi data la sua fondazione nel 1864.

- CREDIT MUTUEL: uno dei maggiori operatori del mercato bancario francese con una quota di mercato del 17% nei crediti, e del 15% dei depositi, per un totale di 11 milioni di clienti serviti.
- HSBC FRANCE: una sussidiaria del gruppo HSBC Holding plc. Forniva una vasta gamma di servizi bancari e finanziari ai propri clienti, tra cui erano incluse banche e assicurazioni.

Per quanto appariva verso la fine degli anni '90, il mercato bancario francese, era in profonda depressione.

Le banche francesi, dopo essere state fra le migliori al mondo, “sembravano non essere più in grado di adempiere il proprio compito nei confronti della società, e probabilmente non erano gestite nel modo corretto”.

Queste affermazioni scossero molto l'opinione pubblica in Francia, in quanto arrivavano direttamente dal presidente francese in carica Jacques Chirac, mentre si trovava a Singapore, Paese dove il tasso di crescita annuo si attestava sul 10%, e il sistema bancario era in rapida crescita.

Era da tempo che la situazione in Francia era in peggioramento, ed era necessario che qualcuno alzasse ufficialmente la voce per dare una scossa al sistema, che si trovava sul punto di collassare.

Il simbolo della crisi era rappresentato dal crollo di Paribas, che nel 1996 aveva registrato perdite record.

Il reddito complessivo netto del sistema bancario era calato in soli 2 anni del 10%, mai così in basso dai tempi della seconda guerra mondiale.

La ristrutturazione era a quel punto inevitabile, e non sarebbe stata indolore.

Il quadro generale era al quanto preoccupante: Pallas Stern liquidata; BTP liquidata; Crédit Foncier fallito; Crédit Lyonnais ancora in rosso nonostante i finanziamenti statali; Marseillaise di credito necessitava di aiuti di Stato; Hervet Banca in amministrazione straordinaria; Paribas in perdita; Crédit Mutuel in perdita; Crédit du Nord, troppo piccolo e non redditizio, doveva essere venduto.

La lista era alquanto eloquente.

Eppure non era lontano il tempo in cui la Francia poteva vantare 7 istituti di credito nei primi 20 a livello mondiale, tra cui il credito di Lione al primo posto.

A fine degli anni '90 invece, le banche francesi si vedevano sovrastate dagli istituti stranieri, che nel frattempo al contrario stavano registrando profitti vertiginosi.



In Francia vi erano solo una manciata di banche che sembravano ancora affidabili, ad esempio Societe Generale, CCF, Credit Agricole e alcuni istituti di credito al consumo (Sofinco, Cetelem ...).

I loro profitti però non erano di certo paragonabili alle loro concorrenti straniere, fra le quali emergevano Barclays e HSBC su tutte.

A questo punto allora ci chiediamo: Come si era potuto arrivare a tale situazione? Vi erano varie correnti di pensiero sui motivi delle crisi del settore bancario francese, e vari motivi che potevano contribuire alla difficile situazione.

Parte della colpa veniva data alla distorsione della concorrenza delle casse di risparmio, delle poste e delle casse di credito mutualistiche, che beneficiavano di una pressione fiscale minore e di alcune agevolazioni, come il permesso di aprire il sabato, cosa che le banche "classiche" non potevano fare.

Si calcolò un totale di 700 miliardi di Franchi in favore delle banche avvantaggiate dalla legislazione, il che contribuì alle ingenti perdite delle maggiori banche Francesi citate in precedenza.

La seconda ragione derivava dalla crisi immobiliare: l'esposizione delle banche francesi al settore immobiliare era oltre i 400 miliardi di Franchi, ed avevano già dovuto registrare perdite per oltre la metà dei crediti da incassare.

Molti esperti ritenevano che il mercato immobiliare non fosse ancora arrivato al suo punto minimo, e potesse continuare di conseguenza a calare, compromettendo maggiormente il settore bancario.

Alcuni ritenevano inoltre che un'altra causa fosse la presenza di una tassa sugli stipendi e altri prelievi, che sarebbe costata al sistema bancario intorno agli 11 miliardi annui.

Inoltre vi era il crescente fenomeno della disintermediazione bancaria di cui parleremo in seguito.

Non aiutava di certo infine, la stagnazione economica del periodo, unita alla perdita di fiducia dei consumatori, i quali erano poco favorevoli ad investire.

Tutto ciò, come detto, contribuiva alla difficile situazione del sistema bancario francese.

Ma allora per quale motivo nel resto d'Europa gli operatori avevano una situazione bancaria migliore, quando la situazione economica era pressappoco la stessa?

La risposta può essere cercata nella redditività delle banche francesi: la redditività del sistema francese era molto bassa e vi era carenza di capitali.

Il sistema quindi era molto sensibile ad una flessione economica, non avendo i mezzi per assorbire rapidamente la crisi, e per questo le banche francesi avevano perso quote di mercato a scapito delle concorrenti estere.

E per quanto riguardava la gestione degli istituti di credito?

Curiosamente nessun banchiere francese aveva mai accennato a carenze nella gestione degli istituti.

È vero che il mercato bancario-assicurativo francese era in flessione per molti motivi congiunturali, ma in parte era anche per colpa delle stesse banche francese, che dopo i periodi di gloria del passato, non avevano continuato ad innovare i prodotti e servizi, che avevano perso di attrattività agli occhi del mercato.

Non era una questione di produttività dei dipendenti, ma piuttosto di organizzazione d'impresa, divisione del lavoro e motivazione di gruppo.

Ai vertici, probabilmente si era dimenticato che la banca, prima di tutto è composta da uomini, e le risorse umane andavano istruite, organizzate e motivate in modo adeguato.

Le banche lavoravano in un modello ormai del tutto obsoleto.

Anche lo Stato francese ovviamente, in questo scenario, non era esente da colpe.

Per coincidenze o no, lo Stato era proprietario direttamente o indirettamente, di tutte le banche mal gestite che in quel momento si trovavano in maggiore difficoltà, mantenendo modelli di investimento ormai obsoleti.

Sosteneva inoltre banche poco, o per nulla, produttive, come il credito Lionese, invece di cogliere l'occasione di rinnovare l'intero sistema bancario.

La Francia aveva bisogno di ripartire, ed necessario che tutti facessero la propria parte.

La prima e più immediata conseguenza di tale situazione, fu che la Francia perse il suo ruolo di potenza bancaria a livello mondiale.

Non vi erano più banche francesi in grado di operare a livello globale con tutti i segmenti di clientela.

Non potendo disporre di dimensioni comparabili con i grandi operatori mondiali, alle banche francesi non rimaneva che tentare la crescita per vie esterne per il tramite di acquisizioni.

La concorrenza con gli istituti stranieri era però molto forte, e la situazione di crisi in cui versavano molte banche, fra le quali "BNP", non permise alle stesse di approfittare della vendita di alcune banche d'affari britanniche che avevano

cambiato assetti proprietari in quel periodo, ad esempio “Morgan Grenfell”, “Barings”, “Kleinwort Benson”, “SG Warburg”, che vennero invece acquisite da istituti di credito tedeschi, olandesi, inglesi e americani.

Le banche francesi al contrario erano impegnate a vendere le proprie controllate estere, sul ripiegamento della valorizzazione del mercato interno e sulla ricerca di nicchie a livello internazionale: un comportamento che veniva giudicato dagli esperti internazionali da “banche di secondo livello”.

Per tentare di invertire quel pericoloso trend, era necessario avviare un massiccio piano di ristrutturazione del mercato bancario interno, mediante fusioni, acquisizioni e spartizioni di attività e territori, che avrebbe, secondo le opinioni del tempo, dato vita a gruppi bancari più potenti.

Tale crisi inoltre, portava enormi costi sociali dei possibili fallimenti bancari, che sarebbero andati a pesare sulle spalle dei contribuenti francesi in termini di maggior prelievo fiscale, oltre alle possibili drammatiche conseguenze a livello di perdita di posti di lavoro, stimata fra le 30000 e le 50000 unità a rischio.

I lavoratori del settore bancario francese, beneficiavano di un accordo collettivo molto protettivo: in caso di licenziamento, il datore di lavoro doveva pagare un mese retribuzione per ogni anno di servizio presso la banca, fino ad un massimo di 24 mesi.

Secondo aspetto, i più “anziani” venivano maggiormente protetti rispetto ai lavoratori più giovani, anche se spesso meno addestrati.

Non erano infine possibili contratti di lavoro part-time, al contrario di molti altri Paesi, dove tale opzione veniva utilizzata in modo massiccio dalle banche.

Secondo alcuni, questi accordi sindacali sarebbero stati troppo rigidi, un freno allo sviluppo bancario, e una delle ragioni di difficoltà del sistema.

Tale decreto era, risalente al 1937, provocava come già detto in precedenza una sleale concorrenza nei confronti di altri istituti, come le Poste e il Credito Agricolo, non soggetti a tali norme restrittive.

Governo banche e lavoratori avevano iniziato quindi una trattativa per cercare di trovare un nuovo accordo costruttivo, minimizzando il taglio dei posti di lavoro e cercando di dare una scossa al sistema.

Entriamo ora nello specifico della situazione di nostro interesse, andando a presentare i due soggetti direttamente coinvolti nei fatti: Fortis e BNP Paribas.

## CAPITOLO 3

### I SOGGETTI

#### **FORTIS: LA STORIA**

Il gruppo Fortis fu fondato nel dicembre 1990, quando il gruppo olandese AMEV-VSB decise di fondersi con il gruppo assicurativo leader nel mercato belga AG (Assurances Generales), divenendo così un gruppo bancario e assicurativo internazionale, con presenza radicata nell'Europa occidentale, negli Stati Uniti e attraverso joint venture anche in Cina e Malesia.

Per lungo tempo il Gruppo Fortis rappresentò uno dei pilastri dell'economia dei Paesi del Benelux.

Un'impresa di dimensioni globali, con centro decisionale a Bruxelles, una presenza particolarmente radicata nel settore retail in Lussemburgo e tra i principali operatori del settore assicurativo in Olanda.

Nel 2005 Fortis era la ventesima maggiore istituzione finanziaria europea, e anche una fornitrice di servizi finanziari a livello internazionale.

Operava principalmente nel campo bancario, assicurativo e degli investimenti.

Fortis Banque ebbe una formidabile storia di acquisizioni di successo, ad esempio "ASLK-CGER" nel 1993, "MeesPierson" nel 1997, la fusione con una delle migliori banche belga operanti con il segmento retail "Generale de Banque" nel 1998, "OutRight" nel 2005, società del Regno Unito nel campo assicurativo, solo per citare qualche esempio.

Con l'esplosione della crisi dei mutui "subprime" nell'ottobre 2008, Fortis si trovò a fronteggiare una grave mancanza di liquidità, con perdite oltre i 2 miliardi di euro.

Molti problemi iniziarono nel 2007, quando il Gruppo decise di procedere con l'acquisto di una partecipazione rilevante (un terzo del capitale) del Gruppo olandese ABN-AMRO.

Tale operazione coincise con l'aggravarsi della crisi finanziaria che minò drasticamente la fiducia dei mercati, e provocò la conseguente caduta del titolo sui listini.

Andremo in seguito ad approfondire su questo argomento.

Il secondo soggetto in prima linea nella vicenda è il gruppo francese BNP Paribas.

Diamo ora uno sguardo più da vicino a tale operatore finanziario, per capire come è divenuto uno dei top player a livello mondiale.

## **BNP PARIBAS**

Bnp Paribas nasce il 23 maggio del 2000 dalla fusione di due realtà bancarie francesi: “Banque National de Paris” (BNP) fondata nel 1966, e “Paribas”, banca d’investimenti fondata nel 1872, ereditando così la maggiore tradizione bancaria francese.

Iniziamo prima di tutto con la trattazione delle due entità separatamente.

### **PARIBAS**

Banque de Paris e de Pays Bas, da cui successivamente deriverà il nome “Paribas”, a sua volta risulta dalla fusione della “Banque de Crédit et de Dépôt des Pays-Bas” fondata nel 1863 ad Amsterdam, e “Banque de Paris” fondata nel 1869 a Parigi.

Per l’ammontare dei fondi propri, che era di 100 milioni di franchi nel 1912, e il volume delle sue attività, Paribas era la maggiore banca d’investimento francese.

La maggior parte dei profitti, circa il 70%, derivava da attività finanziarie come l’emissioni di azioni e obbligazioni per conto di molte società private francesi ed internazionali.

Agli inizi della propria storia, le operazioni di maggiore rilievo erano:

- l’emissioni di fondi pubblici in Francia, Belgio e nei loro territori coloniali;
- la gestione dei titoli di Stato russi;
- la direzione o partecipazione ad emissioni per conto degli Stati Balcanici e Scandinavi in collaborazione con banche tedesche;
- la gestione di crediti in Marocco;
- la partecipazione all’emissioni di titoli in America latina in collaborazione con banche inglesi (1880-1900);
- la partecipazioni al capitale di imprese di erogazione servizi pubblici come: ferrovie in Spagna e Russia, elettricità (Belgio, Francia, Egitto, Marocco e altri), acciaio (Francia e Russia), chimica (norvegesi azoto).

Inoltre aveva all’attivo partecipazioni in alcune banche come: Banco Espanol de Credito, Banca Commerciale Italiana, RussoAsiatique Bank, e alti istituti di credito in Romania, Bulgaria e Serbia.

Al di fuori dall'Europa era presente nel settore bancario con il Banco Nacional de Mexico, Banque franco-giapponese in Asia, Crédit Foncier franco-Canadien in Canada e Banca dello Stato del Marocco per l'Africa.

Durante la prima guerra mondiale la banca contribuì al finanziamento dell'industria bellica, e successivamente all'attività di ricostruzione e di sviluppo post bellico in Francia.

L'aumento dell'inflazione e la ricostruzione durante gli anni '20, furono supportati da sostanziosi aumenti di capitale, che arrivò a 300 milioni nel 1929.

Questo periodo storico fu caratterizzato da una riduzione della capacità di investimento in titoli esteri nel mercato francese e belga, che portò ad una:

- diminuzione del volume delle transazioni finanziarie internazionali;
- maggior attenzione alle attività di sviluppo dei mercati coloniali;
- ricerca di nuovi segmenti di business per lo sviluppo dell'attività bancaria, e al conseguente incremento delle relazioni con le imprese.

Durante la seconda guerra mondiale gli aumenti di capitale (che passò a 450 milioni nel 1941 e 675 milioni nel 1943) furono in gran parte assorbiti dall'inflazione.

Fu un periodo di bassa attività: la banca chiuse molte delle proprie filiali nei paesi alleati e perse alcune attività in Europa Centrale e Norvegia.

Tuttavia, si concentrò sullo sviluppo di brevetti industriali (ad esempio alcuni combustibili alternativi) per diversificare il proprio attivo.

La banca, che figurava come banca d'affari, poté beneficiare delle leggi varate tra il dicembre del '45 e il gennaio '46, che ratificava la formula della banca mista, permettendo a Paribas di svilupparsi liberamente nel campo del commercial banking al servizio delle imprese francesi e internazionali.

La banca accompagnò nel post seconda guerra mondiale la ricostruzione e la modernizzazione della Francia, e diede vita nel '48 all'OTH, che diventerà il secondo gruppo francese più importante nel campo immobiliare.

Negli anni '50 Paribas promuove la ristrutturazione dell'industria francese, per aiutare il settore a competere a livello internazionale nel campo delle nuove tecnologie elettroniche, elettriche, meccaniche.

Svolge in quegli anni anche il ruolo di protagonista nel finanziamento ai settori dell'industria energetica (petrolifera e nucleare) dell'estrazione di minerali, supportando anche altri settori come l'editoria e il turismo.

Sostiene inoltre in quel periodo i produttori che intendono esportare verso i paesi emergenti, soprattutto in Sud America, ma anche in Medio Oriente, dove diventa tra l'altro azionista della banca di Teheran.

Fina alla metà degli anni '60 il gruppo Paribas continua a crescere con molte acquisizioni che spaziano dalla chimica, all'industria navale alle comunicazioni.

Il gruppo cambia la sua struttura nel 1968, a seguito della legge Debré del 1966, e passa, da Banque de Paris et des Pays-Bas, ad una Holding finanziaria (che prenderà il nome di Paribas a partire dal 1982), con business che spaziano dal bancario al finanziario all'industriale, in ambito internazionale.

Nei primi anni '70 diviene azionista di "Crédit du Nord", ed espande la sua presenza territoriale in molte città francesi, oltre che del resto d'Europa, Russia e Nord America.

In Africa concentra il business sull'estrazione delle risorse naturali, sostenendo poi il processo di decolonizzazione in particolare in Algeria e Marocco dove è presente con varie filiali.

Si conferma in quel periodo come uno dei principali protagonisti a livello mondiale nel campo finanziario, soprattutto per quanto riguarda Eurobond e Swap.

Negli anni '70 '80 con la creazione di "Paribas Asset Management" sviluppa la gestione aziendale per conto terzi, e diviene leader mondiale per l'area dei finanziamenti al commercio del petrolio.

Si allea nel corso degli anni '70 con SG Warburg, di cui Paribas era allora azionista al 25%, con cui costituirà negli Stati Uniti la banca d'investimenti "WarburgParibas Becker", inglobata poi nel 1984 da Merrill Linch, della quale Paribas diviene in questa occasione azionista.

Dopo un periodo di 4 anni dove Paribas fu nazionalizzata (dal 1982 al 1986), viene privatizzata nel 1987, ottenendo un grande successo sul mercato francese e internazionale, con 3.8 milioni di nuovi azionisti individuali.

Passiamo ora al secondo soggetto che contribuirà alla creazione dell'entità BNP Paribas.

## **BANQUE NATIONAL DE PARIS**

Il 4 maggio 1966, sotto la guida del ministero delle finanze francese del tempo, due delle più grandi banche pubbliche di Francia, BNCI e CNEP, danno vita con la

loro fusione alla “Banque National De Paris”, la quale diviene la prima banca per depositi in Francia e la sesta al mondo.

Tale fusione rientrava nella logica di rafforzamento della struttura delle grandi banche, sia in chiave nazionale che internazionale.

Negli anni '70, in un contesto di espansione dei servizi bancari, soprattutto per il settore famiglie, BNP si diffonde presso il grande pubblico, al tempo sprovvisto di conti bancari.

La crescita nazionale venne accompagnata da quella a livello internazionale, con la creazione dell'associazione bancaria ABECOR, comprendente più istituti a livello europeo.

Nel 1979 BNP acquisisce “bank of west”, banca con forte presenza nell'Ovest degli Stati Uniti.

A seguito della legge datata 19 luglio 1993, BNP viene privatizzata.

L'operazione attirò 2,8 milioni di piccoli azionisti.

Basandosi sui suoi alleanze con UAP e Dresdner Bank, BNP implementa una strategia di riorientamento sui suoi tradizionali linee di business, prima fra tutti i servizi bancari al dettaglio.

## **BNP BARIBAS: L'EVOLUZIONE**

Il 5 giugno 2000 nasceva ufficialmente BNP Paribas e divenne immediatamente la prima banca francese.

L'operazione fu accolta in maniera da subito positiva dagli azionisti, grazie ai buoni risultati annunciati per il breve termine.

Nell'immediato tali previsioni vennero addirittura superate dai dati effettivi di gruppo (+22%), che beneficiarono oltre che dell'ottimismo del mercato verso tale operazione, anche dell'andamento positivo del mercato.

La redditività aumentò in tutti i settori di business, in particolare nell'attività commerciale, finanziaria e d'investimento.

Il processo di integrazione fra le due realtà sembrava da subito procedere bene, con l'obiettivo primario del contenimento dei costi e sfruttamento delle sinergie positive.

La presenza capillare in Francia per quanto riguarda la banca commerciale e d'affari era considerata una delle chiavi principali per ottenere successo e affermare la nuova realtà.



Con vista sempre puntata al futuro dell'attività bancaria, la nuova entità puntò molto sulle nuove tecnologie informatiche, dove il gruppo mirava a giocare un ruolo da protagonista a livello internazionale, e dove era già leader in Francia con le controllate "Cortal", banca specializzata nella gestione del risparmio e nell'intermediazione on-line per privati.

Le prospettive di utile per azione erano viste in crescita nel 2000 del 12% e del 10.2% nel 2001.

Prevalse quindi l'ottimismo sul mercato per l'operazione appena conclusa.

Il gruppo inoltre mirava a divenire leader in Europa, anche attraverso accordi e alleanze con attori stranieri per specifici settori di mercato.

La crescita effettiva registrata ad inizio 2001 superò di nuovo quella prevista (17.1%), grazie alla buona performance della banca al dettaglio e d'investimento, dove l'intermediazione finanziaria giocò il ruolo di attore principale nel totale dei ricavi (70%).

La strategia di sviluppo basata sulla promozione dei servizi finanziari e la moltiplicazione delle alleanze internazionali (Axa, Ubs, DesdnerBank) portò ottimi risultati.

L'operazione più redditizia fu l'acquisizione della filiale americana BancWest, che ottenne inoltre l'autorizzazione ad effettuare servizi assicurativi.

Vista la crescita oltre le aspettative l'utile di gruppo fu ulteriormente visto al rialzo per l'anno 2001 e 2002.

Nei primi mesi del 2001 l'utile però diminuì quasi del 9% rispetto ad un anno prima.

Andando ad analizzarne le cause, vediamo che il calo poteva anche essere più marcato, e fu limitato grazie alla diversificazione delle attività e della crescita dei profitti nell'area commerciale (+18%), che compensò in parte il crollo nella banca d'investimento (-20.6%), dove tuttavia il gruppo si era difeso meglio delle concorrenti grazie all'abilità mostrata nel ritirarsi subito dai segmenti più colpiti dalla recessione economica del periodo, come i mercati azionari, per rifugiarsi in altri più sicuri come gli obbligazionari.

Per tale ragione la banca poté vantare di un rapporto costi/ricavi (del 61.4%), migliore di quello delle concorrenti (Deutsche Bank 76.8 e Société Générale 72).

Grazie anche alla riduzione del personale e riassetto organizzativo interno avvenuto negli anni precedenti in seguito alla fusione, fu una delle poche banche non costrette nel periodo a licenziare.

Le sinergie ottenute dalla fusione permisero alla banca di avere un certo potere negoziale a livello internazionale, e di poter stringere più facilmente accordi con imprese straniere.

Malgrado un ambiente finanziario sempre più instabile, nei primi 9 mesi del 2001 gli utili totali scesero solo del 7.4% rispetto all'anno precedente, soprattutto grazie al segmento della banca commerciale.

Nell'area investimenti il calo fu comunque più contenuto delle concorrenti grazie alle attività sui mercati di capitali.

Le sinergie sembrarono dare risultati stabili, portando la banca continuare la crescita mediante alleanze ed acquisizioni soprattutto negli USA.

Nel dicembre 2001 fu portata a termine l'acquisizione della banca californiana UCB, nell'obiettivo di rafforzarsi nel settore banca commerciale a livello internazionale, che rappresentava in quel momento quasi il 15% dei ricavi totali di gruppo.

UCB fu fusa con BancWest, per dare vita alla banca della California.

Questa operazione doveva, secondo le prospettive, permettere il raggiungimento di sinergie di costo.

La strategia di internazionalizzazione appariva ben strutturata e il gruppo approfittava del calo dei prezzi per fare acquisizioni a prezzi convenienti.

Per il primo trimestre 2002 fu stato annunciato un utile per azione migliore delle attese, in netta crescita rispetto al trimestre precedente.

Tutte i settori di business fruttarono bene, in particolare la banca commerciale, mentre i costi di gestione continuano a diminuire.

Il gruppo si rafforzava nell'intermediazione tramite l'acquisto della banca belga Dexia e della tedesca Consors, da parte della controllata Cortal.

L'equilibrio delle attività in portafoglio, la continua espansione estera e la qualità del management resero il gruppo uno dei migliori del settore nel periodo.

La situazione economica generale comunque, nella prima parte del 2002, non era di certo positiva, con i mercati finanziari internazionali che si trovavano in fase di flessione da diversi mesi.

Nonostante questo, BNP Paribas sembrava aver attutito abbastanza bene il colpo grazie all'attività destinata alla piccola clientela francese.

Questa attività aveva visto migliorare i propri risultati nel secondo trimestre 2002 del 5.6%, grazie alla crescita nel mercato interno francese, all'integrazione delle nuove controllate americane e all'attento controllo dei costi.

I risultati derivanti dall'intermediazione finanziaria al contrario erano in preoccupante caduta, con la divisione banca d'investimento che aveva perso il 44% dell'utile rispetto all'anno precedente.

Un segnale positivo arrivò dal management, che mostrò di volersi adattare in fretta alla sopravvenuta condizione di mercato, riducendo le commissioni di gestione.

Le prospettive per il secondo semestre erano di difficoltà, e le attese rispetto all'utile per azione erano riviste al ribasso, anche se da sottolineare, più contenuto rispetto alla concorrenza.

Nel terzo trimestre 2002 gli utili furono visti in calo del 23% su base annua, a causa soprattutto del calo delle borse.

Ad ogni modo, la prospettiva di sviluppo estero nel campo del credito al consumo sembrava interessante, anche se la priorità appariva quella della realizzazione delle economie di costo.

Il gruppo aveva differenziato in maniera molto promettente sia sul piano dei prodotti offerti che dei mercati di riferimento, il potenziale di crescita futura quindi restava positivo.

Il calo dell'utile per azione complessivo per l'anno 2002 fu contenuto al 18.5%, grazie alla diversificazione dei ricavi.

La crescita della banca commerciale aveva infatti compensato parte del calo nella banca d'investimento e nella gestione di fondi.

Gli accantonamenti per rischio su crediti erano aumentati solo del 12%, e i costi erano rimasti stabili.

Le acquisizioni effettuate, realizzate quando la maggior parte della concorrenza era in situazione di seria difficoltà, dovevano secondo le stime dare buoni risultati in tempi piuttosto brevi.

Il gruppo sembrava ancora interessato allo sviluppo estero, dove le prospettive di crescita apparivano maggiormente elevate rispetto al mercato interno.

L'utile per azione nel primo trimestre 2003 era cresciuto del 38.8% rispetto all'anno precedente, mentre i ricavi salirono del 7.4%, i costi restarono sotto controllo (+3.3%) e gli accantonamenti scesero del 25%.

La ripresa della banca d'investimento e i buoni risultati della banca commerciale compensarono l'andamento lento della banca privata e della gestione di fondi.

Lo sviluppo internazionale sembrava portare buoni risultati, grazie alla rapida integrazione delle nuove controllate nel ramo dei servizi finanziari specializzati.

Le previsioni sull'andamento futuro erano quindi in crescita.

Nel terzo trimestre dello stesso anno l'utile era cresciuto del 7.5% rispetto al precedente trimestre, grazie alla ripresa delle borse e al processo di internazionalizzazione del gruppo.

L'obiettivo era quello di rafforzarsi nei servizi finanziari specializzati in Europa e continuare ad espandersi nella banca commerciale negli USA.

Inoltre erano previsti sviluppi positivi nel ramo della gestione di fondi, grazie alla riforma dei fondi pensione nei paesi dove era attiva, come Francia, Spagna, Italia, Svizzera e UK.

I buoni risultati ottenuti nel 2003 portarono il gruppo ad aumentare il dividendo nel 2004, grazie al ritrovato dinamismo nella banca commerciale in Francia e nei servizi finanziari specializzati, vale a dire il credito al consumo e l'intermediazione on-line. in tutta Europa.

La ripresa delle borse aveva inoltre consentito il miglioramento dei risultati della banca d'investimento.

In questo settore il gruppo puntava a rafforzare la leadership internazionale nei servizi finanziari specializzati, e ad entrare anche nel mercato cinese.

Il primo trimestre del 2004 vedeva registrare un utile per azione in crescita del 38.2% rispetto al trimestre precedente, migliore rispetto alle attese.

Questo per merito della ripresa dei mercati finanziari internazionali, all'acquisto di azioni proprie e ai minori accantonamenti (-30%).

Il gruppo aveva in programma un ulteriore sviluppo internazionale in Europa per quanto riguardava i servizi finanziari e negli USA nella banca commerciale, dove però i prezzi potevano essere molto onerosi a causa della forte concorrenza.

I fondi pensione in Europa restavano uno degli obiettivi principali, anche se in alcuni Paesi non stavano ottenendo il successo sperato.

Nel secondo trimestre dell'anno vedeva BNP Paribas ottenere buoni risultati soprattutto a confronto della concorrenza, con l'utile per azione ancora in crescita.

Ricavi in crescita e controllo dei costi erano le chiavi del risultato.

La banca d'investimento registrava un lieve calo, ma la diminuzione dei costi compensava il risultato della suddetta divisione.

Il gruppo proseguì nella propria strategia incoraggiato dai risultati ottenuti, con l'obiettivo dello sviluppo della banca d'investimento e dei fondi pensione privati in Cina ed Europa.

Gli analisti vedevano al rialzo le proprie stime sugli utili, grazie alle pertinenti e redditizie strategie di internazionalizzazione, anche se il profilo di rischio rimaneva su livelli elevati.

L'utile record del 2004 (+28.9%) spingeva il gruppo alla distribuzione di un dividendo del 37.9% maggiore rispetto all'anno precedente e al riacquisto di azioni proprie.

Il risultato era dovuto ai minori accantonamenti (-50%) e al forte aumento dei ricavi in tutti i settori di attività, oltre all'attento controllo dei costi.

Il gruppo continua a cercare nuovi vettori di crescita, puntando sullo sviluppo della banca al dettaglio negli USA e il rafforzamento in Cina e in Europa, con nuove acquisizioni programmate.

Nel settore banca d'investimento intendeva invece ampliare e migliorare la gamma di prodotti offerti, con nuove soluzioni finanziarie.

In Francia l'obiettivo primario era il miglioramento dell'efficienza nella banca al dettaglio.

L'utile per azione nel primo trimestre 2005 era aumentato del 45.4%, grazie alla vendita del 19% di Eiffage, gruppo francese attivo nel campo dell'edilizia, dell'energia e dei materiali, ma anche all'attività corrente, la quale faceva registrare buoni risultati.

Le entrate erano cresciute più delle uscite, in particolare per quanto riguardava la banca commerciale in Francia, mentre gli accantonamenti continuavano a diminuire.

Le prospettive future rimanevano buone, l'utile era previsto in ulteriore crescita.

Il gruppo aveva preannunciato l'acquisto di azioni proprie.

Il mercato europeo, nella prima metà dell'anno 2005 era in fermento per le molte concentrazioni in atto, e BNP Paribas continuava a guardare agli USA, dove aveva appena concluso l'acquisizione di Commercial Federal, promettendo un impatto positivo sui risultati di gruppo.

L'Europa era al centro dei suoi interessi per quanto riguardava la gestione di fondi e i servizi finanziari, anche se il gruppo studiava una possibile espansione verso i paesi emergenti.

Eccellenti risultati ottenuti nel terzo trimestre del 2005, soprattutto grazie al settore banca d'investimenti.

Banca al dettaglio e servizi finanziari restarono molto redditizi contribuendo al risultato del 29.4% su base annua.

I risultati premiarono dunque i forti investimenti realizzati negli ultimi anni, con prospettive di nuove acquisizioni alle porte.

Ovviamente l'espansione pesava sui costi, che tuttavia restarono sotto controllo, e crebbero in maniera minore rispetto ai ricavi.

Il mercato borsistico a inizio 2006 era ai massimi, trainato dalla crescita economica in Europa, con il settore energetico in grande ascesa, oltre a quello industriale e finanziario.

il gruppo lanciò in quel periodo un'offerta a sorpresa su BNL.

Il mercato sembrò spiazzato da tale operazione per due ragioni: le dimensioni della banca sotto mirino, e l'apparente incoerenza con la strategia adottata negli ultimi anni.

Per reagire ad un mercato francese maturo, BNP Paribas cercava ormai da tempo la crescita all'estero, come detto finora USA per la banca al dettaglio, Asia ed Europa per i servizi finanziari specializzati, ma le portate delle acquisizioni erano normalmente di piccole o medie dimensioni.

Con BNL (all'epoca sesta banca italiana) invece, il gruppo BNP Paribas entrava con forza nella banca al dettaglio (factoring, gestione di fondi, assicurazioni vita e banca privata) in Italia, dove era già presente nella fornitura di servizi finanziari come il credito al consumo e nel leasing, nelle attività di finanziamento e investimento.

Con questa operazione il gruppo contava di aumentare i propri ricavi, ampliare la gamma di prodotti e servizi offerti, ottenere sinergie di crescita nell'Europa Occidentale, e una riduzione dei costi grazie all'integrazione dei sistemi informatici.

L'operazione doveva, secondo le stime, avere un impatto positivo di gruppo a partire dal 2008, tenuto anche conto dei costi iniziali.

Per finanziare l'operazione fu realizzato un aumento di capitale, un'emissione obbligazionaria e un utilizzo di una parte di fondi propri.

La strategia di entrare nel ramo retail in Italia sembrava comunque avere la sua logica, e il rischio dell'operazione appariva limitato.

A fine anno, l'integrazione fra le due realtà procedeva in maniera positiva, portando al rialzo le stime sui ricavi e sull'utile per azione, con la possibilità di nuove acquisizioni nel breve termine.

Ad agosto del 2007, l'ombra della crisi sembrava sovrastare i mercati finanziari di tutto il mondo per colpa dell'andamento negativo dei mutui subprime, usati da

molte istituzioni finanziarie come garanzia delle emissioni obbligazionarie, e successivamente finite nei portafogli di fondi, istituzioni e risparmiatori.

Il preoccupante numero in crescita di insolvenze di questi mutui, stava generando timori sui possibili fallimenti di banche che avevano acquistato obbligazioni costruite su di essi.

Le banche centrali attraverso iniezioni di liquidità alle banche in difficoltà stavano cercando di arginare la possibile crisi.

Il mercato immobiliare degli USA sembrava in caduta libera già da qualche tempo, ma il fatto che tale crisi avesse contagiato i mercati finanziari non era affatto atteso.

Un crollo delle borse avrebbe danneggiato la fiducia dei consumatori e quindi la loro propensione ai consumi, il che avrebbe potuto portare a catena pesanti ricadute all'economia mondiale.

Dopo un 2006 di crescita sostenuta a livello mondiale quindi, ci aspettava una generale frenata, con un picco delle insolvenze che secondo le stime di allora, doveva verificarsi nei mesi centrali del 2008.

La parola d'ordine del periodo era quindi prudenza, sia per i consumatori che per le imprese e le istituzioni finanziarie di tutto il mondo.

Il terzo trimestre 2007 aveva dato per BNP Paribas risultati migliori delle attese, mostrando che la gestione di gruppo era efficace, e il rischio percepito dal mercato era basso.

L'utile per azione era salito del 19.2% rispetto all'anno precedente, grazie in buona parte ai guadagni derivanti dalle cessioni e all'impatto a quel momento limitato della crisi dei subprime.

La banca d'investimento registrava un calo, comunque più limitato rispetto alla concorrenza.

Lo stesso vale per la gestione di titoli e fondi, ribadendo che l'esposizione di gruppo ai subprime era piuttosto limitata, con stime al rialzo sull'utile per azione.

Nonostante i segnali macroeconomici non positivi e i continui tagli al tasso d'interesse da parte delle banche centrali, le borse ad inizio 2008 accennarono un lieve recupero, dopo le pesanti perdite dei mesi precedenti, complici alcuni dati societari positivi e la nuova ondata di "M&A" in molti settori.

## **BNP PARIBAS: ACQUISIZIONI**

Sin dagli albori della propria giovane storia, il gruppo BNP Paribas ha cercato la crescita e lo sviluppo per linee esterne, con la chiara intenzione di presentarsi al pubblico come leader di mercato, per divenire uno dei maggiori operatori a livello mondiale.

L'opera di espansione iniziò il 6 dicembre 2001, con l'acquisto del 55% di BankWest, banca fondata nel 1874 con una forte presenza nell'Ovest degli Stati Uniti e con sede sociale a San Francisco.

Il 14 dicembre 2001 fu la volta di United California Bank, sotto la saggia guida di Michel Pébereau, specializzata nei servizi bancari al dettaglio in California, per 17.8 miliardi di franchi, mostrando di prediligere in quel periodo le certezze della banca al dettaglio alle incertezze del settore banca d'investimenti.

Queste operazioni, permisero al gruppo francese di divenire il quarto operatore nello Stato americano, e lo portarono a realizzare profitti notevoli.

Puntò inoltre all'espansione in Asia, continente che contava poca presenza di banche europee prometteva prospettive di crescita molto elevate.

Nel 2004 il gruppo francese figurava come:

- prima banca della zona euro con un utile netto di 4.7 miliardi;
- prima banca per depositi nell'eurozona;
- leader nel credito al consumo in Francia (con Cetelem);
- secondo operatore bancario francese per diffusione fra il pubblico, con 5.7 milioni di clienti retail e 2200 filiali (contro i 7.4 milioni e 2124 filiali di società generale, sua principale concorrente);
- classificata al quinto posto in Europa come banca d'affari;
- una presenza in 85 Paesi, con un totale di 95000 dipendenti;
- quinta banca europea per capitalizzazione con 57.7 miliardi di euro;

Nel marzo 2004, BNP Paribas implementa quella che venne definita, secondo le parole di Baudouin Prot, direttore generale del gruppo in quel periodo, che successe Micheal Bepereau, una disciplinata politica di acquisizioni, assumendo fra l'altro il controllo di Community First Bankshares per un miliardo di euro.

Tale banca vantava il 16% di quota di mercato nell'Ovest degli USA nel settore retail.

Il mercato americano era molto redditizio e BNP Paribas non intendeva fermarsi, continuando nel suo processo di crescita per linee esterne.



Nei primi 4 anni della propria storia BNP Paribas mise a segno tredici acquisizioni nel settore bancario retail per quanto riguardava gli Stati Uniti.

Ovviamente non poteva essere trascurata l'Europa, dove un paio di anni più tardi mise a segno l'ormai nota acquisizione dell'istituto di credito "Banca Nazionale del Lavoro", entrando in modo massiccio anche nel mercato italiano.

Tornando al mercato asiatico, nel gennaio 2007 BNP Paribas siglò un accordo tripartito fra la sua controllata assicurativa Cardif e le due banche vietnamite Vietcombank e Seabank, specializzate nel risparmio e nei prodotti assicurativi in Vietnam, che avrebbe portato alla creazione di una joint venture partecipata dai 3 istituti coinvolti.

Le due banche vietnamite rappresentavano l'ossatura del sistema bancario del Paese: Vietcombank era la prima banca nata in Vietnam, e vantava 2 milioni di clienti.

Seabank invece sviluppava la propria attività con le PMI e le nuove imprese del territorio.

Il Vietnam vantava una crescita economica molto sostenuta e prometteva buone prospettive future.

Nel febbraio 2007, BNP Paribas annunciò un accordo per l'acquisizione della banca belga Dexia, che contava all'epoca un patrimonio di 117 milioni e un totale di 200 dipendenti.

Con tale operazione BNP Paribas consolidava la propria posizione di leader nel settore del private banking nel mercato francese.

Nel marzo dello stesso anno il gruppo francese entrò anche nel mercato indiano con l'acquisizione di una partecipazione in Geojit, specializzata nella distribuzione dei prodotti per il risparmio.

Il mercato indiano, come molti mercati asiatici era in forte crescita, e forniva a BNP Paribas una piattaforma di sviluppo in tale settore.

Forniva inoltre servizi di intermediazione finanziaria, compravendita di azioni e derivati.

Sempre nello stesso mese acquistò dal gruppo spagnolo Sabadell la controllata Exelbank.

Jacques-Philippe Marson, direttore generale di BNP Paribas Securities Services, giustificava l'operazione con l'obiettivo del consolidamento e della crescita livello europeo attraverso acquisizioni e partnership selettive, rafforzando l'offerta di

servizi di qualità sul mercato spagnolo, dove Banco Santander era leader di mercato.

Nei primi mesi del 2007, la situazione del mercato bancario francese era sensibilmente migliorata rispetto a quanto detto in precedenza: BNP Paribas, Credit Agricole, Société Générale, Crédit Mutuel-CIC, il Caisses d'Epargne e Banque Popolari avevano ottenuto un utile storico di 28 miliardi di euro.

Tutto questo, è bene ricordarlo, immediatamente prima della crisi finanziaria che si stava per abbattere sui mercati di tutto il mondo.

BNP Paribas in quel periodo faceva la parte del leone, grazie alla prima citata acquisizione ed integrazione di successo di BNL, la redditizia cessione di una delle proprie controllate (Vivarte), e il buon andamento del settore banca d'investimenti.

Il gruppo aveva puntato molto sui derivati (CDOs), il settore che si mostrava in più rapida crescita del mercato, nonché uno dei più redditizi.

Tale attività aveva rappresentato quasi la metà dei ricavi di settore nell'anno precedente.

Nell'agosto 2007 le cose però iniziarono a cambiare: BNP annunciò perdite record del valore di alcuni dei propri fondi, e fu costretta a sospenderne 3 nel mese di agosto (Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS euribor e BNP Paribas ABS eonia), per mancanza di liquidità dei titoli sottostanti.

Questo accadde il 9 agosto, quando si manifestarono i primi sintomi della crisi economico-finanziaria, contribuendo alla diffusione del panico nei mercati finanziari di tutto il mondo.

Lo stesso giorno, la BCE intervenne, in maniera allora inaspettata, con una iniezione di 95 miliardi di euro di liquidità nel sistema per tentare di frenare la crisi.

In contemporanea, l'amministratore delegato di BNP Paribas, in una intervista affermava che era ancora troppo presto per valutare l'impatto della crisi dei mutui subprime americani sul gruppo, ritenendo comunque che avrebbe avuto conseguenze limitate.

Egli ritenne di rimanere ottimista per i risultati dei mesi successivi, nonostante l'andamento negativo del mercato del credito, in quanto l'esposizione del gruppo agli attivi più rischiosi era limitata.

Evidenziò inoltre una nota pubblicata nel mese di luglio da parte di Standard & Poor's, in cui l'agenzia di rating ritenne che l'esposizione delle aree problematiche BNP Paribas era stata limitata e ben gestita.

Nell'ottobre dello stesso anno, BNP Paribas acquisì una partecipazione vicina al 15% nella società di produzione elettrica russa TGK-9, continuando la crescita di gruppo per linee esterne, iniziando a differenziare il proprio portafoglio di attività per ridurre il rischio.

Il gruppo iniziò inoltre una ristrutturazione, mediante il consolidamento delle proprie controllate specializzate nel credito al consumo e dei mutui, con la creazione di BNP Paribas Personal Finance.

Questa nuova divisione mirava a soddisfare tutte le esigenze di finanziamento individuale attraverso tutti i canali diretti, con l'obiettivo di diventare nel 2010 un 'global player' e inserirsi tra i top five nel ramo prestiti a livello globale.

Di tutte le operazioni portate a termine dal gruppo francese, andiamo ora ad analizzare quella che per il nostro lavoro risulta maggiormente interessante, ovvero quella riguardante la belga Fortis.

Per il proseguimento del nostro lavoro è importante avere consapevolezza dell'operazione che ora andremo brevemente a descrivere.

## **CAPITOLO 4**

### **LE ORIGINI DELLA CRISI**

#### **FORTIS, AFFARE ABN AMRO**

Fortis, come brevemente accennato in precedenza, fu parte del consorzio con Royal Bank of Scotland e Banco Santander, che l'8 ottobre 2007 annunciò l'acquisto dell'86% delle attività del gruppo olandese ABN AMRO, aprendo la strada per l'allora più grande acquisizione bancaria di sempre.

Il prezzo pagato, con 24 miliardi investiti per la parte acquisita da Fortis, fu probabilmente troppo elevato, in quanto includeva una grande quantità di attività intangibili che non potevano essere inserite a bilancio.

Per finanziare l'acquisto, Fortis fu costretta ad emettere nuove azioni, disponibili per chi era già azionista al prezzo speciale di 15 euro, quando sul mercato quotavano circa 22.50 euro.

L'operazione, approvata dalla quasi totalità dei voti nell'assemblea generale, ebbe importanti conseguenze sui coefficienti di solvibilità della banca.

Il fabbisogno finanziario complementare all'acquisto delle attività ammontava a 26.2 miliardi.

Le soluzioni a disposizione per far fronte a tal bisogno di liquidità erano:

- un aumento di capitale da 13.2 miliardi;
- un'emissione di strumenti finanziari da 7.8 miliardi;
- cessioni di attivi per 4.8 miliardi;
- realizzazione dei risultati attesi per gli esercizi 2008 e 2009.

L'andamento estremamente negativo dei mercati e la conseguente caduta nella fiducia dei consumatori nel periodo immediatamente successivo all'operazione, resero molto più complesso del previsto il recupero degli investimenti, e portarono ad una importante svalutazione delle attività appena acquisite.

Il management dovette quindi ricorrere a misure straordinarie, tra le quali la non distribuzione dei dividendi, che portò alla conseguente caduta del prezzo del titolo sui mercati.

Tale instabilità portò il gruppo Fortis in uno stato di profonda crisi, che costrinse il governo belga a dover intervenire.

Entriamo ora nel nostro di nostro interesse, andando a vedere la situazione dei mercati finanziari nel periodo in cui svolsero i fatti.

## **EVOLUZIONE DEI MERCATI FINANZIARI FINO AL 26 SETTEMBRE 2008**

Il mercati finanziari iniziarono ad agitarsi a partire dalla seconda metà del 2007.

I primi segnali evidenti di un cambiamento nella congiuntura economica si registrarono nel febbraio 2008 quando il gruppo bancario britannico HSBC annunciò una perdita su portafoglio titoli subprime superiore ai 10 miliardi di dollari.

Nel mese di luglio le agenzie di rating statunitensi rividero al ribasso le proprie stime sui CDO, mentre il mercato interbancario era in stato di profonda depressione.

Iniziarono i primi fallimenti, tra cui il noto e rumoroso di Lehman Brother il 15 settembre 2008.

Nel settore bancario, gli indici principali per determinare il valore delle istituzioni sono il:

- P/BV (price/Book value), che esprime il multiplo tra il corso borsistico e il valore contabile (fondi propri), ed il
- P/E (price/earning), che esprime il multiplo tra il valore di borsa ed il profitto annuo.

Dando uno sguardo a tali indici, vediamo che ad inizio ottobre 2008 BNP Paribas aveva un P/BV di 1.26 mentre quello di Fortis di 0.39.

Interessante la distinzione fra banche non affette dalla crisi, il cui indice medio era intorno a 1, e banche affette dalla crisi che era intorno a 0.60.

Per quanto riguardava l'indice Price/Earning invece, Fortis registrava un valore di 4.3 nel 2008 e di 3.6 nel 2009, mentre per BNP Paribas era di 9.8 e 8.8 rispettivamente nei due anni.

La media delle banche europee era di 8.8 nel 2008 e 6.9 nel 2009, mentre quella delle banche del Benelux era di 7 e 5.9.

Un grosso problema per Fortis Banque era l'ammontare del portafoglio di crediti strutturati, che al 30 giugno 2008 era intorno ai 43 miliardi.

Dopo il fallimento di Lehman Brothers, il 26 settembre il management di Fortis dichiarava che la propria esposizione ai subprime era poco significativa.

Lo stesso giorno annunciò di voler accelerare la vendita di attivi, ottenendo in tal modo la totale sfiducia dei mercati finanziari con il titolo che chiuse la seduta a 5.20 euro (all'apertura di inizio settimana quotava 8 euro).

Fortis Banque in tale giornata vide una successione di eventi negativi:

- perse l'accesso al mercato interbancario overnight, che normalmente forniva alla banca tra i 15 e i 20 miliardi di liquidità giornaliera;
- importanti clienti istituzionali e privati iniziarono a chiedere il ritiro dei propri depositi, provocando problemi di liquidità alla banca;
- a fine giornata fu costretta a utilizzare tutti i propri strumenti accettati per ottenere liquidità dalla BCE;
- dovette inoltre ricorrere per la prima volta inoltre al prestito di emergenza "Marginal Lending Facility" (MLF) dalla Banca Nazionale del Belgio per un ammontare di 5.4 miliardi.

Divenne chiaro che tale entità necessitava di misure straordinarie prima dell'apertura di lunedì 29 settembre.

Importante inoltre ricordare che il gruppo Fortis aveva un fabbisogno strutturale di fondi dell'ordine dei 70 miliardi, per la maggior parte (tra i 60 e i 65 miliardi) imputabile alle filiale bancaria olandese Fortis Banque Nederland (prima del 2005 era conosciuta col nome di BGL, Banque Generale du Luxemburg).

La situazione dal primo al 25 settembre 2009 fu caratterizzata da un crescente fabbisogno di liquidità, con picco massimo di 19 miliardi il 25 settembre.

Di conseguenza era in crescente aumento anche il fabbisogno di finanziamento presso la BCE, anche in questo caso con picco massimo il 25 settembre di 40.7 miliardi (13 in più rispetto al primo settembre).

I fondi raccolti nel mercato interbancario infragiornalmente erano in costante aumento, attestandosi a 24 miliardi il 25 settembre (17 in più rispetto ad inizio mese).

In sintesi la situazione della liquidità del polo bancario Fortis stava progressivamente peggiorando, a conseguenza come detto della diminuzione del livello dei depositi e della forte dipendenza da fonti esterne di finanziamento.

Il 26 settembre come citato prima, per la prima volta nella propria storia quindi Fortis presentava a fine giornata uno scoperto di tesoreria presso la Banca

Nazionale del Belgio (BNB) e dovette fare ricorso al finanziamento d'urgenza Marginal Lending Facility per 5.4 miliardi.

Tale linea d'urgenza fu accordata al tasso penalizzante dell'1% rispetto al tasso classico con garanzia di strumenti accettati dalla Banca Centrale Europea (BCE), detti eligibles.

Le stime per lunedì 29 erano di un fabbisogno di liquidità fra 25 e 30 miliardi, cifra variabile anche in funzione dell'evoluzione dei mercati.

Contrariamente all'Emergency Liquidity Assistance, linea di credito straordinaria non ancora disponibile in quei giorni, che poteva essere garantita da strumenti di natura molto variabile (ad esempio immobili), la Marginal Lending Facility poteva essere garantita solo di eligibles presso la BCE, e in assenza di prestiti interbancari sufficienti si presentava come la sola risorsa di liquidità a breve termine.

La crisi di liquidità di Fortis Banque del 26 settembre rischiava quindi di compromettere la continuità di gestione sia del polo bancario che dell'intero gruppo, e necessitava quindi di misure urgenti prima dell'apertura di lunedì 29.

Per questo era di vitale importanza trovare una soluzione nel weekend del 27 e 28 settembre.

Il management di Fortis durante il weekend di fine settembre 2008, prese contatti con varie istituzioni finanziarie fra le quali citiamo BNP Paribas, ING, Santander, HSBC, Societe Generale, Credit Agricol e Deutsche Bank.

Tuttavia, solamente le prime due entità citate manifestarono interesse per l'eventuale operazione di acquisto.

## **ECOFIN COUNCIL 7 OTTOBRE 2008**

Data la situazione di generale difficoltà economica, il 7 ottobre 2008 si riunì in Lussemburgo il consiglio dell'Unione Europea (Ecofin Council of 7 October 2008, 13930/08 (Presse 284)), al fine di dare immediata risposta alle turbolenze finanziarie in atto.

La priorità fu quella di restaurare la fiducia e la corretta funzione nei mercati finanziari.

Fu concordata la necessità di mettere in atto tutte le misure necessarie per migliorare la solidità e la stabilità del sistema bancario, in modo da proteggere i depositi dei risparmiatori, e promuovere la trasparenza e la responsabilità nel settore finanziario.

A tal fine era necessario che le autorità nazionali e sovranazionali lavorassero in modo coerente e coordinato, tenendo in considerazione potenziali effetti crossborder, ovvero gli impatti delle decisioni oltre i confini nazionali.

Le azioni governative messe in atto per risolvere i problemi di liquidità, e preservare fiducia e stabilità del sistema finanziario erano ben accette dalla commissione europea, se coordinate e ispirate dai principi dettati in materia, ovvero:

- Gli interventi dovevano essere tempestivi, e gli aiuti a durata limitata;
- Dovevano essere considerati gli interessi dei contribuenti;
- Gli attuali azionisti dovevano supportare le conseguenze dell'intervento;
- Il Governo doveva essere nella posizione di poter indurre un cambiamento nel management dell'istituzione in difficoltà;
- Il Governo non doveva ricavare da tale situazione benefici non dovuti;
- I legittimi interessi dei concorrenti dovevano sempre essere tutelati, in particolare dallo Stato;
- Dovevano essere evitati eventuali effetti collaterali negativi.

L'ipotesi di bancarotta è considerata particolarmente inadatta per il settore bancario, in quanto può generare effetti a catena nell'intero sistema finanziario.

Lo Stato quindi può intervenire in soccorso dell'istituto in difficoltà attraverso una ricapitalizzazione, oppure stabilire un piano di garanzia temporaneo per agevolarne l'accesso al credito nei mercati finanziari.

Tale piano di garanzia non è considerato illegittimo aiuto di Stato quando soggetto ad un pagamento di un premio coerente con i prezzi correnti di mercato. Devono essere rispettate due condizioni:

- L'entità soggetta a garanzia deve adottare tutte le misure necessarie per sostenere la propria situazione;
- L'intervento deve essere giustificato dalla salvaguardia del sistema economico e dalla protezione di tutti i correntisti.

Come si interviene in questi casi?

Normalmente in caso di crisi bancarie, viene per prima cosa creata una banca ad hoc temporanea, anche chiamata "bridge bank", che fa da ponte tra il fallimento della banca in crisi e la possibile acquisizione della banca da parte di un terzo.



Il secondo passo è la creazione di una “bad bank”, nella quale vengono riversate le attività deteriorate della banca in difficoltà.

Successivamente si cerca la cessione della banca fallita ad un terzo soggetto.

Infine si tratterà di ristrutturare il gruppo mediante la cessione delle attività non redditizie.

## **CAPITOLO 5**

### **LE OPERAZIONI TRA IL 29 SETTEMBRE E IL 6 OTTOBRE 2008**

#### **PIANO BENELUX, PRIMO INTERVENTO**

Data la situazione di crisi in cui Fortis versava, fu quindi necessario l'intervento governativo.

Vista l'importanza della situazione per la stabilità dei mercati finanziari, non solo in Belgio ma per l'intera comunità europea, alle trattative parteciparono il presidente in carica della BCE (Jean-Claude Trichet) e Madame Legarde, rappresentante Francese dell'UE.

Non fu possibile durante detto weekend la portata a termine del salvataggio in modo unificato, come inizialmente auspicato dal Governo belga, ma ogni Stato dovette accettare di prendere una posizione minoritaria nelle attività bancaria del Paese di competenza.

Fortis Banque, essendo la casa madre delle filiali olandesi e lussemburghesi, dava allo Stato belga mediante il proprio intervento, oltre ad un impatto diretto sulle attività bancaria in Belgio, anche una partecipazione indiretta sulle attività in Olanda e in Lussemburgo.

Il "Piano Benelux" fu annunciato mediante un comunicato congiunto da parte dei Governi dei 3 Stati e del management di Fortis Banque prima dell'apertura dei mercati di lunedì 29 settembre e poteva essere riassunto in tal modo:

- la presa di partecipazione da parte dello Stato belga del 49.93% delle attività di Fortis Banque per 4.7 miliardi e la contemporanea concessione di un Emergency Liquidity Assistance (ELA) da parte della Banca Nazionale del Belgio, destinato ad assicurare la liquidità degli attivi bancari;
- il prestito concordato dallo Stato lussemburghese a Fortis Banque Luxembourg di 2.5 miliardi sotto forma di prestito obbligazionario convertibile in azioni Fortis.

Lo Stato lussemburghese avrebbe detenuto, una volta convertito il prestito, il 49.9% delle attivi della controllata lussemburghese di Fortis Banque.

Il Governo lussemburghese si assicurò inoltre che due partecipazioni in società situate nel proprio territorio, non fossero cedute dal gruppo (una società siderurgica e la partecipazione nella borsa del Lussemburgo).

Esigeva che tali attività passassero in sua proprietà per il montante simbolico di un euro.

Tali attivi figuravano nel bilancio di Fortis Banque Luxemburg rispettivamente per 2.6 milioni e 188000 euro e una quota di patrimonio netto di rispettivamente 4 e 5 milioni di euro.

Il prestito fu convertito dal Governo del Lussemburgo il 15 dicembre.

- Dalla parte del Governo olandese, fu annunciata una presa di partecipazione del 49.9% nel capitale di Fortis Bank Nederland N. V. incluse le attività acquisite in precedenza dall'ex ABN AMRO, per 4 miliardi di euro.

Fortis immediatamente dopo tale intervento, decise di mettere fine alle operazioni legate all'acquisto delle attività di ABN AMRO, e di cercare un acquirente per la propria partecipazione in RFS holding.

Tale annuncio era finalizzato a tentare di rassicurare i mercati.

Il valore di Fortis Banque al 29 settembre 2008 dopo gli interventi, si poteva calcolare come somma fra:

- il valore alla chiusura borsistica di Fortis Holding del 26 settembre (12.2 miliardi),
- aumentato dall'effetto del double leverage (7.6 miliardi),
- diminuito del valore della banca assurance (15.8 miliardi).

Sulla base di questo metodo si ottenne quindi un valore di Fortis Banque pari a 4 miliardi ( $12.2 + 7.6 - 15.8$ ) a 16.53 euro per azione.

Con "double leverage" si definisce l'operazione mediante la quale una Holding bancaria effettua una offerta per l'acquisizione di una considerevole quota di partecipazione azionaria in una banca controllata.

Idealmente i dividendi guadagnati sulle azioni della banca controllata vengono usati dalla Holding per finanziare gli interessi sul pagamento.

L'effetto double leverage corrisponde al valore dei fondi raccolti sul mercato dalla Holding quotata o attraverso altri strumenti finanziari e che sono stati investiti nel capitale delle filiali bancarie (per il 90%) e assicurative.

Questo double leverage comprendeva una parte dei debiti di Fortis Holding (9.8 miliardi).

Il valore della bancassurance fu invece determinato sulla base dell'embedded value (12.4 miliardi settore vita e 3.4 dal settore non vita, per un totale di 16.8 miliardi di euro).

Tale metodo, usualmente utilizzato per il segmento assicurativo, calcola il valore come somma tra il valore netto aggiustato degli asset di una impresa e il valore attuale dei profitti futuri della stessa.

I negoziati fra il governo belga e la direzione di Fortis Holding (denominazione utilizzata per comprendere l'intero gruppo Fortis) si conclusero con l'accordo raggiunto a 4.7 miliardi.

Questa procedura permise di utilizzare il montante massimo previsto dalla procedura di capitale autorizzato e di emettere le azioni al di sopra del valore intrinseco, conformemente agli articoli 596 e 598 del codice delle società.

L'aumento di capitale da parte di Fortis Banque diede luogo all'emissione di 241.305.490 nuove azioni al prezzo di 19.48 euro per azione, superiore al valore intrinseco (16.53 euro per azione).

Andiamo a comparare il valore accordato a Fortis Banque con quello accordato alle sue filiali olandesi e lussemburghese.

I valori furono giustificati secondo il consiglio di amministrazione sulla base della capitalizzazione borsistica, ma è interessante anche valutarli in base al coefficiente Price/Earning:

- Fortis Banque Belgium: price 5.5 / earning 1.1=5;
- Fortis Banque Nederland: 4/0.8=5;
- Fortis Banque Luxemburg: 2.5/0.4=6.

Un coefficiente tra 5 e 6 era inferiore alla media di settore del periodo, ovvero 7.6.

E' bene ricordare che Fortis era davanti ad un forte deficit di capitale proprio tra i 7 e gli 8 miliardi.

La decisione di vendere le attività di ABN AMRO doveva negli intenti ridurre tale deficit, alla condizione che permettesse di recuperare una parte del prezzo pagato inizialmente.

Il valore di Fortis Banque, casa madre dell'attività bancaria, doveva dunque essere logicamente ridotto di questo deficit, che ne conduceva il valore ad un negativo tra i 2 ed i 3 miliardi (5-7=-2, 5-8=-3).

Altri elementi dovevano essere inclusi nel ragionamento.

Il primo è la partecipazione di RFS Holding in ABN AMRO nella valutazione di Fortis Banque Nederland (FBN), esclusi i prodotti legati a tale cessione.

Il secondo elemento era riguardo la correzione del valore che sarebbe stato necessario apportare ai conti per restaurare la fiducia del mercato.

Il management di Fortis annunciava lunedì 29 delle correzioni per un ammontare di 5 miliardi.

Sommando tutti gli elementi in gioco si arrivava ad un valore totale per il gruppo bancario prossimo ai 4.5 miliardi:

- 5.5 per FBB +
- 4 per FBN +
- 2.5 per FBL –
- 7.5 legati all'insufficienza di solvibilità +
- 5 attesi dalla cessione di ABN AMRO –
- 5 da correzioni di valore).

Questo montante di 4.5 miliardi è dunque molto vicino alla valutazione di 4.7 miliardi effettuata nel quadro dei 3 aumenti di capitale da parte degli Stati del Benelux.

## **L'EVOLUZIONE DI FORTIS BANQUE TRA IL 29 SETTEMBRE E IL 3 OTTOBRE**

Alla riapertura di lunedì 29 settembre si riscontrò che, le operazioni fino a quel momento effettuate, non avevano restituito sufficiente fiducia ai mercati finanziari.

L'azione Fortis perse il 23% del suo valore, chiudendo la giornata ad un prezzo di 3.97 euro.

Tra le ragioni di tale calo possiamo certamente elencare:

- la reazione degli analisti, che si mostrarono particolarmente diffidenti a riguardo alla nuova struttura di gruppo.

La posizione di ogni Stato che considerava l'intervento a livello delle sole attività bancarie del Paese di pertinenza, conduceva di fatto allo smantellamento del gruppo, e al sostanziale obbligo per una futura organizzazione per area geografica.

Tale politica era contraria a quella di un gruppo integrato che aveva prevalso fino a quel momento, con una organizzazione per linea di business;

- l'annuncio da parte di ING della propria ufficiale rinuncia al riscatto delle attività di ABN AMRO;
- il ribasso, malgrado gli interventi operati durante il weekend, di lunedì 29 e martedì 30 della valutazione di gruppo da parte delle 3 società di rating statunitensi (Moody's, St. & Poors e Fitch), che stava a significare l'aumento del relativo grado di rischio;
- l'annuncio di inizio settimana del rigetto da parte del "Senate Banking Committee" degli Stati Uniti d'America, del "Piano Paulson", che aggravò la sfiducia e la nervosità dei mercati.

Tale piano prevedeva inizialmente che il dipartimento del tesoro statunitense accettasse di prendere in carico attivi tossici di banche statunitensi, e di istituzioni finanziarie in affari con esse, per 700 miliardi di dollari al fine di attenuare la crisi economica.

A questo punto ci si potrebbe chiedere se gli intervenienti apportati avessero reso il mercato più inquieto invece di rassicurarlo.

Probabilmente quindi per restaurare la situazione c'era bisogno di altro.

## **FORTIS BANQUE NEDERLAND TRA IL 29 SETTEMBRE E IL 3 OTTOBRE**

Per la struttura delle proprie attività, più crediti concessi che depositi raccolti, Fortis Banque Nederland era consumatrice di finanziamenti.

Malgrado i finanziamenti classici accordati dalla BCE, tra i 43 e i 47 miliardi, tale entità presentava un fabbisogno di finanziamenti in crescita nel periodo di giorno in giorno:

- 29 settembre 21.9 miliardi;
- 30 settembre 43.8 miliardi;
- il primo ottobre 53.5 miliardi;
- il 2 ottobre, 64.2 miliardi;
- il 3 ottobre 65.1 miliardi.

Facendo un rapido calcolo vediamo che tra lunedì e venerdì Ci fu un peggioramento di oltre 43 miliardi.

I fondi raccolti sul mercato interbancario overnight da Fortis Banque diminuirono di circa il 50% rispetto al 26 settembre, e oscillarono nel corso della settimana tra 3.4 e 7.7 miliardi, contro una media di 22.5 miliardi nei 4 giorni precedenti.

Il ritiro dei depositi si attestò sui 19 miliardi a livello di istituzioni e società, e sui 5 miliardi a livello retail e private Banking al termine della settimana.

Oltre ai finanziamenti classici presso la BCE, Fortis Banque doveva da una parte mantenere il suo ricorso al finanziamento d'urgenza Marginal Lending Facility dalla Banca Centrale del Belgio e dalla Federal Reserve per montanti pari a 10.8 e 15.1 miliardi (contro 5.4 miliardi del 26 settembre), e dall'altra richiedere l'utilizzo delle linee di credito d'urgenza della Banca Nazionale del Belgio (BNB) e quella dei Paesi Bassi (DNB) attraverso l'Emergency Liquidity Assistance, per montanti in crescita nel corso della settimana come indichiamo di seguito:

- 14.8 il 29 settembre,
- 50.5 il 30 settembre,
- 51.3 il primo ottobre,
- 51.7 e 7 miliardi il 2 di ottobre rispettivamente da BNB e DNB,
- 54 da BNB e 7 da DNB il 3 di ottobre.

La sera del 3 ottobre Fortis Banque beneficiò di un finanziamento d'urgenza da 72 miliardi .

Tale finanziamento, 11.4 miliardi di Marginal Lending Facility e 63 miliardi di Emergency Liquidity Assistance (54 dalla BNB e 7 dalla DNB), fu ottenuto ad un costo largamente superiore al costo del mercato interbancario.

Il costo addizionale del finanziamento d'urgenza ELA, comparato ad un normale finanziamento presso la BCE aumentò di circa 28 milioni di euro nello spazio di una settimana.

Fortis Banque in tale circostanza stava utilizzando la quasi totalità della linea ELA concessa.

Tale linea di credito fu concessa con garanzia di attivi fondamentali (come ad esempio di immobili) per permettere la continuazione delle attività.

Se sommiamo le linee d'urgenza presso la banca nazionale del Belgio (72 miliardi), alle linee ordinarie presso la BCE (47 miliardi), il finanziamento dalle banche centrali si avvicinava il 3 ottobre ai 120 miliardi.

Alla chiusura di tale giornata fu stimato un fabbisogno di liquidità per il successivo lunedì 6 ottobre di circa 65 miliardi.

Il management confidava nell'ottenimento di 50 miliardi (12.8+34) dalle autorità olandesi, ma tale finanziamento non era affatto certo.

Inoltre l'uscita di Fortis Banque Nederland dal gruppo causava una perdita di 15 miliardi dal livello dei depositi.

In ogni caso era necessario trovare altre fonti di finanziamento a breve termine.

## **LA CESSIONE DEGLI ATTIVI OLANDESI ALLO STATO OLANDESE**

Il mondo finanziario fu scioccato dall'annuncio da parte del gruppo ING della propria rinuncia all'acquisto delle attività di ABN AMRO.

Immediatamente dopo gli accordi conclusi durante il weekend, apparve una certa confusione tra le autorità belghe e olandesi sull'interpretazione dell'accordo siglato.

Mercoledì 1 ottobre si tenne una difficile seduta del governo olandese, con una spaccatura fra i parlamentari a favore dell'acquisizione delle attività ABN AMRO e di quelle olandesi bancarie e assicurative da una parte, e i contrari dall'altra.

Il ministro delle finanze Bos si disse cosciente della necessità di salvare la parte sana delle attività del gruppo.

Giovedì 2 ottobre fu annunciato che il Governo avrebbe proceduto con l'aumento di capitale da 4 miliardi previsto nei confronti di Fortis Banque Nederland.

Secondo le informazioni raccolte dal comitato di esperti, i rappresentanti delle autorità olandesi avevano inizialmente proposto un montante di 9 miliardi per l'insieme delle attività olandesi, ABN AMRO inclusa.

Qualche giorno prima una somma di 4 miliardi era stata negoziata per il 100% di Fortis Banque Nederland, ABN AMRO esclusa.

Il consigliere esterno di Fortis Morgan Stanley, ritenne che un montante di 22 miliardi era una base di valutazione più ragionevole.

Dopo lunghe trattative tra il 2 e il 3 ottobre le parti arrivarono ad un accordo a 16.8 miliardi di euro.

Per quanto riguarda i crediti di Fortis Banque verso Fortis Banque Nederland gli accordi siglati furono i seguenti:

- 34 miliardi di crediti a breve termine dovevano essere rimborsati immediatamente;
- 10 miliardi rimborsati a breve termine;



- 16 miliardi di crediti a più lunga scadenza dovevano essere trasformati in strumenti finanziari negoziabili garantiti dallo Stato olandese.

La ripartizione dei 16.8 miliardi fu decisa nel corso del weekend, con 12.8 miliardi attribuiti all'attività bancaria (8.8 per ABN AMRO e 4 per FBN), mentre 4 miliardi vennero attribuiti all'attività assicurativa.

Il prodotto della vendita dell'attività bancaria tornava quindi a Fortis Banque (detenuta in quel momento al 50% da Fortis Holding), mentre il prodotto della vendita dell'attività assicurativa tornava in totalità a Fortis Holding.

Le somme furono versate allo Stato olandese il lunedì 6 ottobre 2008.

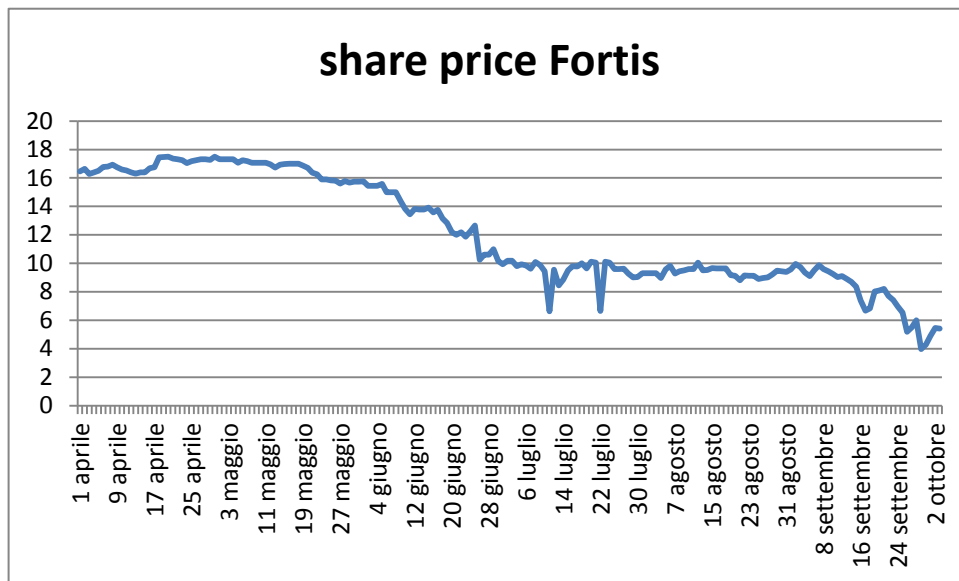
Come brevemente citato in precedenza, le negoziazioni furono aidate anche dalla redazione di un documento da parte di Morgan Stanley.

Tale documento, conferito i primi di ottobre, condusse ad una valorizzazione di 22.3 miliardi sulla base delle condizioni di mercato del periodo e in un'ottica di continuità aziendale.

Un altro documento, sempre dalla stessa Morgan Stanley, datato aprile 2008 condusse ad una valutazione di 32 miliardi, fu menzionato nel verbale dell'assemblea degli azionisti del 3 ottobre e rapidamente etichettato come non pertinente a seguito dei cambiamenti delle condizioni di mercato avvenute tra i mesi aprile e ottobre.

Bastava osservare la caduta del corso azionario del titolo nel periodo per accorgersi della modifica della situazione.

Nel grafico sottostante possiamo apprezzare la variazione del corso azionario Fortis tra aprile ed ottobre 2008.



La differenza tra i due documenti era a riguardo dei multipli (P/BV e P/EV) applicati: in ottobre tali coefficienti erano evidentemente inferiori a quelli applicati in aprile, in funzione dell'evoluzione del mercato.

I due documenti di Morgan Stanley, aprile ed ottobre 2008, erano basati su un approccio identico, cioè sulla somma delle parti.

Tale approccio che consiste nell'addizionare i valori (book value, un multiplo del profitto annuo e un embedded value) delle entità di un gruppo senza riferirsi al corso borsistico.

Tale approccio è evidentemente differente da uno top down, che consiste invece nel determinare il valore di una entità del gruppo, sottraendo dalla capitalizzazione borsistica della società quotata, il valore delle altre entità.

Il montante di 22.3 miliardi della valutazione di ottobre, basato su condizioni normali di mercato e su un'ottica di continuità aziendale si ottiene in maniera seguente:

- Fortis Banque valutata 1.2 volte il book value (7.7 miliardi), ovvero 9.3 miliardi ( $7.7 \times 1.2$ );
- ABN AMRO valutata 7.1 miliardi a seguito del calcolo tenendo conto del book value, delle sinergie espresse (3.3 miliardi) e degli impatti delle parti contabili dovute al consolidamento;

- Fortis Verzekering (filiale assicurativa olandese) valutata 0.9 volte l'embedded value (5.7 miliardi al 31/12/2007), maggiorata dalla capitalizzazione dei profitti del segmento non vita e diminuita per qualche aggiustamento.

In tal modo si ottiene un totale di 5.9 miliardi.

Il coefficiente 1.2 volte il book value valutato da Morgan Stanley per l'attività bancaria era pertinente per la fascia alta del periodo.

Applicando il coefficiente medio del periodo, ovvero 0.8, otteniamo un valore di 6.1 miliardi invece dei precedenti 9.3.

Sapendo che le negoziazioni furono concluse con l'accordo a 16.8 miliardi, il risultato ottenuto era quindi al 75% di una valutazione normale in ottica di continuità.

Se applichiamo tale % alle due attività otteniamo:

- per la banca 12.3 miliardi ( $75\% \cdot 9.3 + 7.1$ );
- per l'assicurazione 4.5 miliardi ( $75\% \cdot 5.9$ ).

Considerando le eccezionali circostanze del contesto delle negoziazioni e l'urgenza e la gravità della situazione, ripetiamo quanto detto in precedenza, ovvero che è inutile riferirsi a prezzi normali di mercato o a nozioni di fair value.

Il prezzo della transazione è invece il risultato di difficili negoziati miranti a salvare una banca in crisi e in chiara situazione di urgenza.

Tenuto conto di questo, la valorizzazione adottata, corrispondente di fatto ad una valutazione al 75% in ottica di continuità, può essere considerata ragionevole.

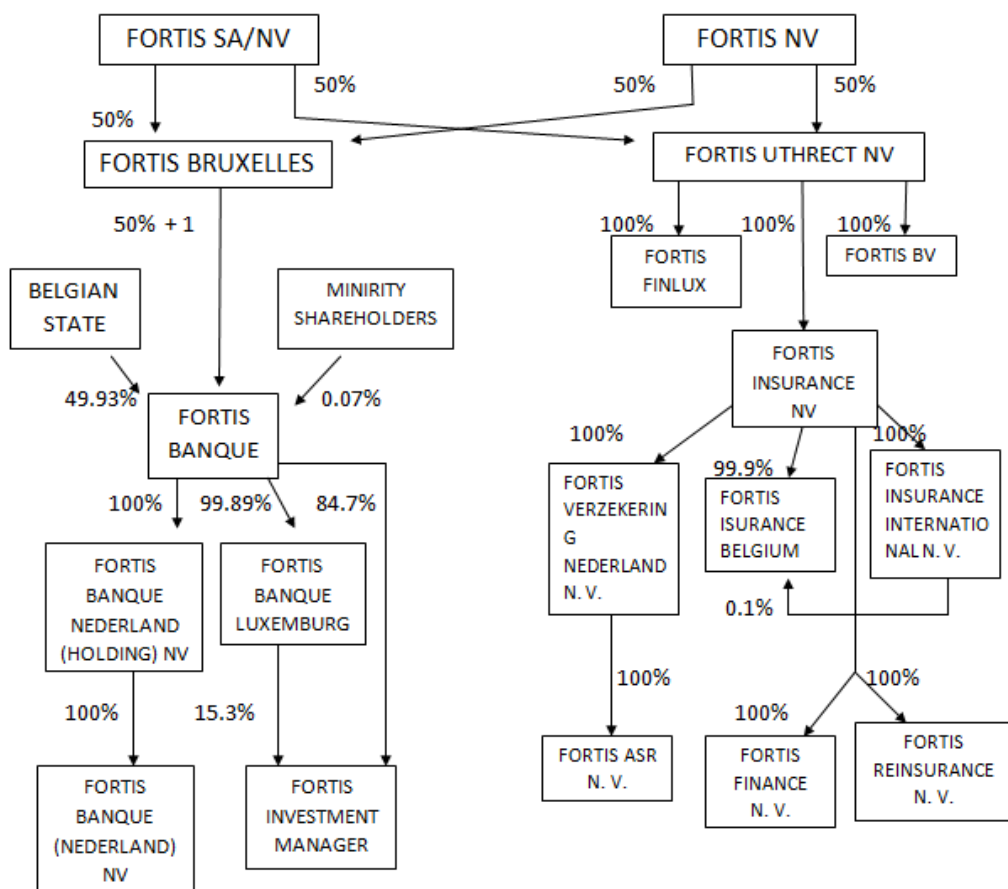
Per quanto riguarda il montante attribuito all'attività bancaria, ovvero 12.8 miliardi, deve essere confrontato al montante di 6.1 miliardi per Fortis Banque Nederland e 7.1 miliardi per ABN AMRO, ovvero un complessivo di 13.2 miliardi.

Sapendo che lo smantellamento di Fortis Banque Nederland in una entità autonoma è un elemento importante che dovrà avere una valutazione in continuità aziendale, il prezzo di 12.8 miliardi ci sembra ragionevole.

Il valore attribuito a Fortis Verzekering fu quindi 4 miliardi corrispondenti al 70% dell'embedded value (5.7 miliardi a fine 2007), mentre BNP Paribas accettò di pagare una somma di 5.5 miliardi per le azioni di Fortis Insurance Belgium.

La divisione della somma tra l'attività bancaria da una parte (12.8 miliardi) e l'assicurativa dall'altra (4 miliardi) è molto simile ai 12.3 e 4.5 miliardi in base al calcolo col 75% fatto prima.

Nello schema sottostante possiamo apprezzare la struttura del gruppo Fortis al 29 settembre 2008:



## SECONDO INTERVENTO GOVERNATIVO

I governi del Belgio e del Lussemburgo preso atto della dell'esito insufficiente del primo intervento effettuato, decisero di mettere in atto misure supplementari per garantire la solvibilità di Fortis.

La domenica del 5 ottobre 2008, si riunirono in consiglio cercando la miglior soluzione al fine di assicurare i mercati prima della riapertura del successivo lunedì mattina.

Al tavolo delle trattative, il Governo belga aveva teoricamente davanti 3 diverse opzioni:

- Lo status quo, ovvero il mantenimento di una partecipazione del 50% in Fortis Banque;
- L'aumento di tale partecipazione al 100%;

- La vendita della maggioranza delle azioni di Fortis Banque ad un operatore privato.

Tentiamo ora di analizzare i criteri di scelta e l'effetto di tale scelta sulle posizioni degli azionisti di Fortis Holding.

Ad inizio ottobre l'ambiente finanziario mondiale restava estremamente incerto e vulnerabile.

Malgrado il miglioramento in termini di solvibilità (coefficiente ratio tier 1 nel periodo superiore al 10%) e liquidità da parte di Fortis Banque, grazie alla vendita delle attività olandesi, la situazione restava abbastanza preoccupante a causa, come già detto, degli elementi seguenti:

- L'eliminazione soltanto parziale dei finanziamenti di urgenza dalla BCE e dalla Banca Nazionale del Belgio, che raggiunsero il livello massimo sui 120 miliardi (ELA + MLF + BCE);
- La costante perdita di depositi durante la settimana dal 29 settembre al 3 ottobre;
- La reazione negativa dei mercati finanziari legata all'abbassamento del rating da parte delle agenzie americane.

Si deve considerare che, come noto, l'intervento statale a sostegno del sistema finanziario portava conseguenze politiche ed economiche sulla stabilità dei mercati finanziari e sulla gestione del debito pubblico (dato il coefficiente debito/Pil dello Stato belga già molto elevato, la concessione implicita o esplicita di garanzie al settore bancario poteva esercitare una pressione negativa sulla valutazione del rating dello Stato e di conseguenza sul costo del finanziamento di tale debito).

Dovevano inoltre essere considerati:

- l'importanza del totale del bilancio e del suo passivo;
- l'importanza delle obbligazioni di Fortis Banque, circa 600 miliardi (ovvero due volte il prodotto interno del Paese).

La vendita di Fortis Banque ad una banca straniera presentava per il Governo alcuni aspetti negativi, tra i quali:

- il fatto che il centro decisionale di una banca di importanza sistemica per il Paese si spostava all'estero;

- la possibile perdita di “Know how” in materia finanziaria e i conseguenti effetti negativi sul polo finanziario “Bruxelles”.

Questi aspetti negativi erano in parte compensati da altri positivi, primo fra tutti l’integrazione di Fortis Banque in un grande gruppo internazionale, che portava agli occhi del mercato possibilità di crescita e sviluppo addizionale, e rappresentava una rassicurazione per i clienti.

La prima opzione, ovvero il mantenimento dell’investimento al 50% in Fortis Banque, fu esclusa in quanto Fortis Holding doveva necessariamente vendere il 50% delle azioni di Fortis Banque al fine di evitare di accrescere i propri problemi di liquidità.

Quanto al prezzo che gli azionisti avrebbero potuto ottenere per la filiale bancaria ed assicurativa, la scelta fra vendere ad un privato o vendere allo Stato poteva portare allo stesso risultato nei termini degli azionisti.

Gli aiuti di Stato verso una istituzione privata sono ammessi solo nel caso previsto dall’articolo 87.3.b dell’EC Treaty.

Tale articolo afferma che “possono essere considerati compatibili al mercato comune, gli aiuti al fine di promuovere l’esecuzione di un importante progetto di interesse delle comunità Europea, o al fine di rimediare a seri disturbi nell’economia di uno Stato membro”.

Notiamo a tale riguardo che la commissione europea qualificò l’intervento della Stato belga, nella sentenza del 3 dicembre 2008, come aiuto di Stato.

Lo Stato pagò più di quello che ogni attore privato avrebbe pagato sulla base delle stesse informazioni.

La commissione approvò gli interventi delle autorità belghe sulla base della necessità di “rimediare ad una grave perturbazione dell’economia di uno Stato membro”.

A riguardo delle possibilità (o del diritto) per gli azionisti di recuperare una parte delle loro perdite, legate alla caduta del valore delle azioni, l’autorità politica potrebbe accettare di porre in essere soluzioni in loro favore.

Le prime due soluzioni sembravano offrire spazio ad un recupero per gli azionisti (Fortis Banque partecipata della SFPI al 50% o al 100%), essenzialmente perché il prezzo delle azioni Fortis era già caduto ad un livello molto basso al momento delle transazioni, è anche vero che dall’altro lato comportavano per gli stessi azionisti maggiori rischi, in quanto avrebbero dovuto partecipare ai rischi e investimenti necessari per lo sviluppo della società.

Nel caso dove l'intervento dello Stato a salvaguardia della stabilità finanziaria, si realizzi a chiaro svantaggio per gli azionisti, questi saranno legittimati a chiedere che il Governo accordi delle compensazioni o delle possibilità di recupero.

Dato che l'intervento fu in funzione della preservazione del sistema finanziario, è stata data la priorità all'alternativa che permetteva di ottenere al massimo tali obiettivi, ossia cedere Fortis ad un solido attore privato.

Tale vendita a BNP Paribas, passò prima per l'acquisto da parte dello Stato belga, tramite la società pubblica SFPI del secondo 50% delle azioni di Fortis Banque.

Da notare che nell'ipotesi in cui Fortis fosse stata lasciata libera nella ricerca di un possibile partner, si sarebbe potuto ottenere un risultato identico.

L'urgenza e la gravità della situazione fece però optare il Governo belga per un intervento diretto nelle trattative.

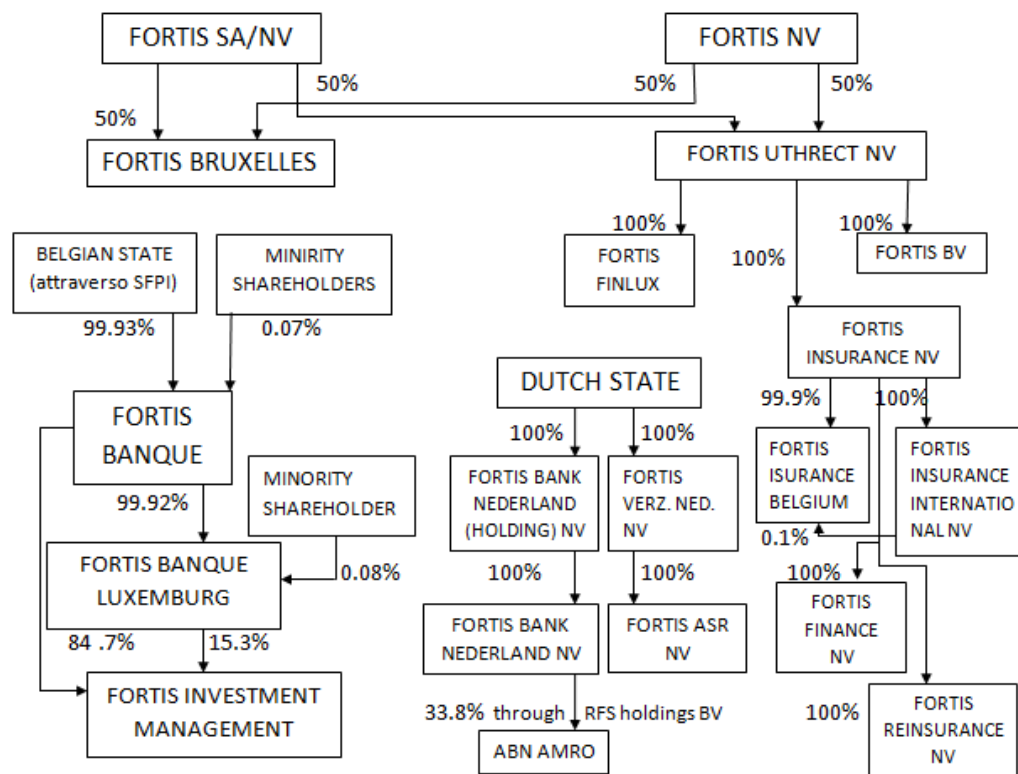
Gli azionisti si chiesero se la presenza del Governo rese in qualche modo le condizioni della transazione meno favorevoli, ma si può concludere che l'intervento governativo conferì un clima di fiducia e di stabilità, che quindi aiutò le discussioni e le risoluzioni fra le parti.

Importante sottolineare lo sforzo economico compiuto dal Governo belga (14.9 miliardi, dei quali 9.4 per Fortis Banque, 2.5 per il SPV e 3 miliardi per finanziare SPV), confrontato ad esempio con quello fatto dal governo degli USA nel caso Citigroup (35 miliardi).

Lo Stato belga prese in considerazione il fatto che BNP Paribas era incontestabilmente una banca dal profilo internazionale, solida e con un alto grado di rating (all'epoca la terza banca miglior posizionata per St. & Poor's).

Le operazioni effettuate tra il 4 e il 5 ottobre sono state ritenute quindi logiche e accettabili.

Il pagamento del prezzo di 4.7 miliardi dalla SFPI per la seconda metà delle azioni di Fortis Banque, che si aggiunsero ai 4.7 miliardi del weekend precedente, che condussero ad un montante totale di 9.4 miliardi menzionato in precedenza, sembra del tutto coerente con il montante di 11 miliardi negoziato con BNP Paribas.



## CESSIONE DI FORTIS BANQUE A BNP PARIBAS

Le operazioni decise tra il 4 e il 5 ottobre intendevano preservare alla SFPI un blocco di minoranza (25% + 1 azione) e a procedere ad uno scambio di azioni.

La SFPI apportava 74.94% dei titoli di Fortis Banque in aumento di capitale a BNP Paribas, in cambio di titoli BNP di nuova emissione.

Era previsto che l'apporto fosse remunerato da titoli BNP Paribas accoppiati con un coupon (sostanzialmente il dividendo 2008).

All'inizio delle negoziazioni, il gruppo francese sembrava non voler andare oltre uno sforzo finanziario di 13 miliardi.

L'investimento si elevò in seguito a 17.7 miliardi (11 per Fortis Banque Belgium + 5.7 per Fortis Insurance Belgium + 1 per SPV), dei quali 2 terzi in azioni il rimanente in cash.

L'operazione fra la SFPI e BNP Paribas fu seguita da altre complementari come:

- il trasferimento di una parte del portafoglio di crediti strutturati in una entità distinta (SPV);



- l'acquisizione delle azioni di Fortis Insurance Belgium da parte di BNP Paribas;
- lo scioglimento del contratto tra Fortis Holding e Fortis Banque denominato "relative performance note" legato ad obbligazioni denominate Cashes.

L'operazione del trasferimento dei titoli di Fortis Banque era previsto in due fasi: una prima parte del 54.55% di titoli nel quadro della procedura del capitale autorizzato, e una seconda sul 4.39% di titoli nel quadro di un aumento di capitale deciso dall'assemblea generale di BNP Paribas.

L'operazione era sottomessa ad una clausola di block up, nella quale, come accennato in precedenza, la SFPI non poteva cedere le azioni BNP Paribas (almeno la prima tranche del 54.55% ) prima che fossero trascorsi due anni.

## **CREAZIONE DELLO SPECIAL PURPOSE VEHICLE (SPV)**

Al termine delle negoziazioni, le parti decisero di allocare una parte dei crediti strutturati di Fortis Banque dentro un veicolo distinto denominato SPV (Special Purpose Vehicle).

In particolare dovevano essere incluse in tale entità, attività strutturate di Fortis Banque per un ammontare di 10.4 miliardi.

Da notare che la valutazione del montante si basa sulla situazione al 31 agosto 2008, periodo nel quale la maggior parte di tale portafoglio era in dollari statunitensi e sterline.

L'impatto dell'andamento di queste valute evidentemente costituiva un importante elemento di valutazione.

Tale veicolo doveva secondo l'accordo iniziale, essere finanziato al 66% da Fortis Holding, al 24% dallo Stato belga per mezzo della SFPI e per il 10% da BNP Paribas.

## **CASHES**

Le Cashes, sono un complesso strumento finanziario utilizzato nel piano del miglioramento della solvibilità di Fortis Banque.

Si tratta di titoli obbligazionari perpetui, emessi nel dicembre 2007 da Fortis Banque per un nominale di 3 miliardi, scambiabili con 125.313.283 azioni di Fortis

Holding (al prezzo d'esercizio di 23.94 euro), remunerate ad un tasso di interesse legato all'euribor a 3 mesi più il 2%.

Tali obbligazioni sono unicamente rimborsabili in cambio di azioni Fortis (non quindi rimborsabili al nominale), su iniziativa della controparte.

Al fine di disporre delle azioni necessarie per coprire i suoi impegni, Fortis Banque acquisì in anticipo 125.313.283 azioni attraverso un aumento di capitale sottoscritto da Fortis Holding, emesso per le necessità di questa operazione ad un prezzo di 18.75 euro per azione per un totale di 2.35 miliardi.

La differenza fra il montante nominale (3 miliardi), e il valore delle azioni Fortis acquisite per coprire la conversione di questo debito, ovvero 0.65 miliardi, corrisponde al premio di conversione da pagare dai sottoscrittori di tali azioni.

Tenuto conto delle regole contabili a li vello di Fortis Banque, tanto il valore delle azioni Fortis, che quello delle Cashes, era aggiustato in funzione del valore di mercato (mark to market).

In seguito ad un accordo fra Fortis Holding e Fortis Banque, denominato "Relative Performance Note", l'effetto di una variazione del valore delle azioni Fortis Holding e delle Cashes veniva neutralizzato a livello del consolidamento, in modo tale che non ci fossero impatti sulla solvibilità e sul conto dei risultati.

Questa sistema fu facile da mettere in pratica dal momento che le due società erano parte di un gruppo integrato.

Nel contesto che invece andava a prospettarsi, ovvero di separazione fra le Fortis Banque e Fortis Holding, BNP Paribas desiderava porre termine a tale meccanismo.

Sulla base degli accordi negoziati, Fortis Holding doveva versare un montante di 2.35 miliardi a Fortis Banque per la rottura dell'accordo.

Le parti convennero che gli eventuali prodotti futuri legati all'andamento delle azioni Fortis detenute da Fortis Banque sarebbero andati a beneficio di Fortis Holding.

Questo guadagno potenziale risulta dalla quotazione di tali obbligazioni largamente al di sotto della pari, che permetterebbe di considerare un riscatto rilasciando un sostanziale guadagno.

In sintesi Fortis Holding doveva pagare a Fortis Banque una somma si 2.35 miliardi e divenire la beneficiaria economica dell'evoluzione del corso delle azioni Fortis detenute da Fortis Banque.

A livello di fondi propri di Fortis Holding, lo scioglimento dell'operazione Cashes comportava una riduzione di fondi propri di 2.35 miliardi quando l'operazione sarebbe stata contabilizzata.

## **IL PLUSVALORE LEGATO ALLA QUALITÀ DEL DEBITORE**

La trasformazione di una parte (10 miliardi sui 16 totali) dei crediti a lungo termine di Fortis Banque verso Fortis Banque Nederland in strumenti finanziari garantiti dallo Stato olandese, generò in Fortis Banque un plusvalore potenziale dovuto alla rivalorizzazione degli suddetti strumenti finanziari, in seguito al miglioramento della qualità del debitore.

Fortis Banque citò a tal proposito un montante di circa 600 milioni.

Tale plusvalore era estremamente difficile da stimare perché legato al corso dell'obbligazione che era a sua volta legata al montante dei CDS relativi allo Stato olandese.

Vista l'incertezza dei mercati finanziari nel periodo era estremamente complesso prevedere l'evoluzione di tali strumenti.

Nell'accordo iniziale non erano previste particolari disposizioni a tale riguardo.

BNP Paribas, Fortis Banque e Fortis Holding negoziarono un accordo affinché il profitto latente legato a questo miglioramenti del debitore andasse a Fortis Holding.

## **LA VALUTAZIONE DI FORTIS BANQUE**

I fondi propri detenuti da Fortis Banque dovettero essere calcolati rapidamente durante le negoziazioni, in quanto alla data non erano ancora disponibili documenti ufficiali di bilancio.

L'impatto della cessione degli attivi olandesi (16.8 miliardi) sul bilancio di Fortis Banque, portava una diminuzione di fondi propri di 8.7 miliardi (22.9 invece di 31.6).

Il coefficiente medio P/BV delle banche repute in quel periodo in buono stato di salute era del 100%, mentre quello di banche in medio stato di salute era del 60%. L'intento era quella di valutare Fortis Banque al 70% del book value.

Il modo in cui il valore di Fortis Banque fu calcolato da BNP Paribas fu spiegato agli analisti finanziari a Bruxelles il 6 ottobre.

L'equity (book value) di Fortis Banque secondo la situazione al 30 giugno 2008 si attestava intorno ai 31.7 miliardi.

A tale valore si dovevano apportare le correzioni seguenti:

- aumento di 4.7 miliardi (aumento di capitale SFPI);
- diminuzione di 4.4 miliardi (goodwill e asset intangibili riguardanti tra l'altro le attività di asset management);
- diminuzione di 11.9 miliardi (goodwill ABN AMRO);
- aumento di 5.1 miliardi (cessione degli attivi olandesi per 12.8 miliardi a diminuire un montante di 7.7 miliardi corrispondente al goodwill di ABN AMRO nel bilancio di FBN);
- diminuzione di 9.4 miliardi per altri aggiustamenti.

Gli aggiustamenti del montante di 9.4 miliardi sono in parte basati sulla messa in conformità di alcune valutazioni con i principi in auge in BNP Paribas, e si spiegano in sintesi come segue:

- riduzione del valore sul portafoglio di titoli strutturati per 3.2 miliardi prima dell'apporto alla SPV;
- riduzione di 1.5 miliardi di attivi dovuto alla modifica dell'azionariato;
- riduzione del valore sui crediti per 0.7 miliardi calcolato sulla base dell'esposizione verso certi settori;
- riduzione del valore sul portafoglio equity per 0.6 miliardi (portafoglio realizzato da Fortis Banque nel corso di settembre);
- revisione delle forniture per i fondi pensione 0.8 miliardi;
- riduzione del valore sugli asset management per 0.7 miliardi.

Da questo risulta un Book value corretto per 15.7 miliardi, che moltiplicato per un coefficiente pari al 70% conduce ad un valore di 11 miliardi.

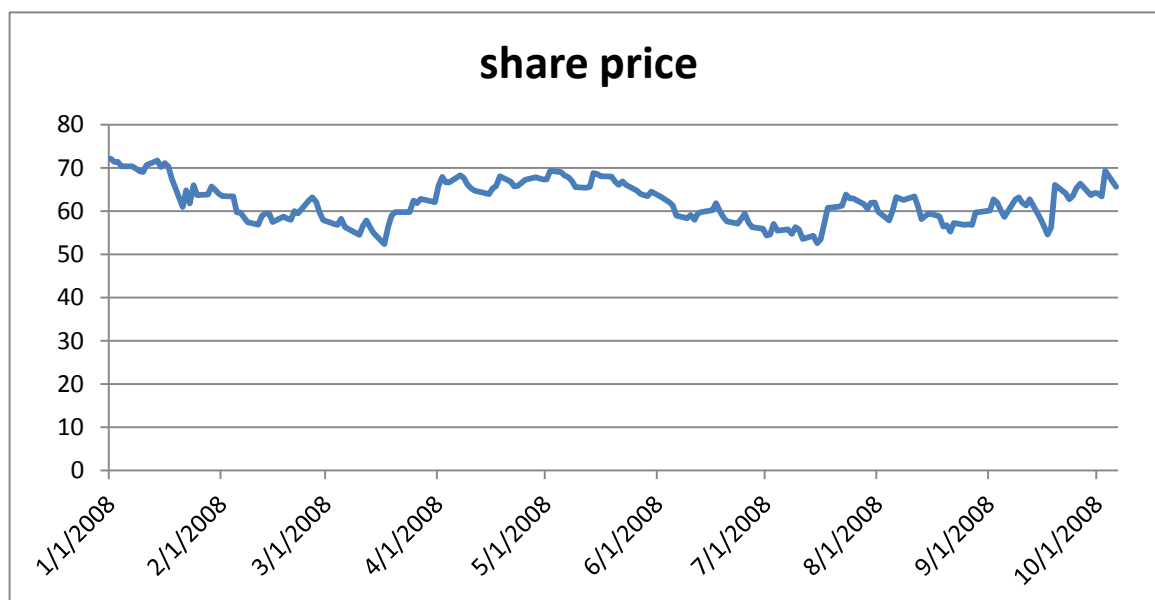
Il lunedì seguente le contrattazioni, fu riscontrato che durante i rapidi calcoli del weekend furono dimenticati alcuni elementi, tra cui una minusvalenza relativa a Fortis Banque Luxemburg (600 milioni di euro rappresentanti la differenza tra il valore contabile della partecipazione e il prezzo al quale lo Stato lussemburghese doveva convertire i prestiti obbligatori), e degli aggiustamenti su probabili perdite legate a cessioni di attivi non strategici (1 miliardo di euro).

Questi aggiustamenti portano il book value di Fortis Banque a 14.1 miliardi, invece dei 15.7, il che significa che la transazione ebbe luogo sulla base dell'80% del book value, non più del 70%.

Tutti gli aggiustamenti negoziati nel corso del weekend furono necessariamente calcolati in maniera forfettaria alla luce delle informazioni accessibili nel pochissimo tempo a disposizione.

Considerando che Fortis Banque fu valutata nel suo insieme 11 miliardi, l'apporto del 74.94% dei titoli corrispondenti ad un valore di 8.243 miliardi, doveva essere remunerato dall'emissione di nuove azioni da parte BNP Paribas emesse al corso di 68 euro per azione, prezzo al giorno dell'accordo fra le parti.

Nel grafico possiamo apprezzare l'andamento del titolo BNP Paribas dal primo gennaio al 6 ottobre 2008:



Qualche giorno prima dell'accordo era leggermente superiore, mentre la media delle settimane precedenti era inferiore.

Tenendo conto della straordinarietà della situazione, una valutazione all'80% del book value sembra essere un'ipotesi ragionevole, ma tuttavia severa vista la portata degli aggiustamenti applicati.

Come detto in precedenza infatti, il coefficiente P/BV medio di una banca affetta dalla crisi fosse di circa il 60%, mentre quello di una banca sana 100%.

Alla base degli aggiustamenti effettuati al book value di BNP Paribas troviamo queste ragioni:

- l'acquirente non ebbe il tempo materiale di effettuare una "due diligence";
- al momento delle negoziazioni le parti ignoravano in che misura continuava la "bank run" (corsa agli sportelli da parte dei clienti per il ritiro dei depositi) nella settimana dal 29 settembre al 3 ottobre;
- esistevano serie incertezze in quanto all'impatto delle sinergie con Fortis Banque Nederland e la filiale lussemburghese Fortis Banque Luxemburg;
- dei costi sostanziali erano previsti per quanto riguardava la disintegrazione del modello di business che legava Fortis Banque a Fortis Banque Nederland e Fortis Banque Luxemburg.

Osserviamo che la commissione europea sottolineava che un coefficiente del 70% era coerente con il coefficiente osservato per gli acquisti di altre banche in difficoltà avvenuti nello stesso periodo.

## **IL SOSTENIMENTO DI BNP PARIBAS AL FINANZIAMENTO**

La valutazione dell'acquisizione di Fortis Banque da parte di BNP Paribas non si limita certo solo alla valorizzazione delle azioni dei soggetti coinvolti.

Considerando l'aspetto liquidità, il sostenimento di BNP Paribas al finanziamento delle attività di Fortis Banque si sviluppò come diremo di seguito.

Considerando gli altri elementi che potevano migliorare il finanziamento, è da constatare che il miglioramento della solvibilità legato alla cessione di Fortis Banque Nederland e della vendita di Fortis Banque a BNP Paribas ha contribuito ad una diminuzione del costo di rischio dei CDS, dai 600 punti base di fine settembre ai 75 del 9 gennaio (meno delle concorrenti ING 115, Dexia 300 e KBC 200).

## **L'ACQUISTO DA PARTE DI BNP PARIBAS DI FORTIS INSURANCE BELGIUM (FIB)**

Nella trattazione di questa operazione, è necessario premettere che Fortis Insurance Belgium non aveva nessuna difficoltà finanziaria e che tale cessione fu effettuata per risolvere un problema di finanziamento di Fortis Holding.

BNP Paribas manifestò l'interesse verso l'acquisto di questa società per ragioni di sinergie.

Il gruppo francese era largamente presente nel settore assicurativo, dove realizzava annualmente un giro d'affari di 18 miliardi (oltre il doppio di Fortis Insurance Belgium intorno ai 7 miliardi).

Le attività di Fortis Banque e Fortis Insurance Belgium erano legate da un contratto di stretta collaborazione a scadenza 2017.

Fortis Banque apportava alla sua filiale assicurativa il 50% del totale dei clienti del segmento vita, e il 20% del segmento non vita.

BNP Paribas dunque formulò un'offerta globale per l'insieme delle attività in Belgio alla luce degli elementi seguenti:

- l'enorme esperienza accumulata da Fortis nel segmento bancassurance;
- il fatto che l'attività assicurativa poteva essere un incentivo per il mantenimento e lo sviluppo dell'attività bancaria;
- lo smantellamento delle attività bancarie in Belgio e Olanda e Lussemburgo costituiva un'opportunità enorme di espansione.

Come detto in precedenza, nel settore assicurativo ogni anno è usuale pubblicare un rapporto sull'embedded value.

Secondo il rapporto del 2007 di Fortis Insurance, questo era di 12.4 miliardi, suddivisi fra:

- 5.7 miliardi per Fortis Insurance Belgium;
- 5.7 miliardi per Fortis Verezekering (filiale assicurativa olandese);
- 1 miliardo per Fortis International.

Riguardo all'eventuale plusvalore sul parco immobiliare delle filiale Interparking, questo è incluso nel calcolo dell'embedded value.

Il parco immobiliare di Fortis Insurance Belgium era di circa 3 miliardi ed era detenuto direttamente dalla compagnia di assicurazione.

Gli immobili detenuti da Fortis Insurance Belgium sono attivi rappresentativi delle sue passività tecniche.

Una particolarità di tale società è che era, come detto, fortemente dipendente da Fortis Banque.

La loro forte interconnessione, e contemporanea negoziazione ne aumentava il valore potenziale.

Nel settembre e ottobre 2008 le imprese di assicurazione non attraversavano un momento brillante, con i principali attori in Europa che avevano un corso borsistico che si aggirava intorno alle 0.6, 0.8 volte l'embedded value.

Nel quadro globale delle negoziazioni del weekend le parti decisero di determinare il prezzo di Fortis Insurance Belgium sulla base di un montante uguale a una volta l'embedded value, ovvero ad un prezzo superiore alla media di mercato (5.5 miliardi in funzione degli aggiustamenti).

## **LA SITUAZIONE DI FORTIS HOLDING**

In seguito al weekend del 4 e 5 ottobre il corso delle azioni si elevò a 5.42 euro, dopo aver toccato i 4 euro il 29 settembre.

Le operazioni del weekend furono guidate almeno parzialmente dalla volontà del governo di mantenere il valore delle azioni ad un valore quantomeno prossimo a quello del 3 ottobre.

Prima di analizzare l'evoluzione dei fondi propri di Fortis Holding è utile descrivere brevemente le MCS.

Questi strumenti furono emessi da Fortis Banque Nederland per un valore di 2 miliardi, e dovevano entro la fine del 2010 essere obbligatoriamente convertite in azioni di Fortis Holding al corso fissato di 18.74 euro per azione.

Tale emissione avrebbe dovuto essere remunerata da Fortis Banque Nederland in azioni della stessa società.

Per evitare una parte della perdita al momento della conversione in azioni Fortis (il prezzo di acquisto a 18.74 euro era molto superiore al corso azionario del periodo, ovvero 5.42 euro), Fortis Banque Nederland avrebbe potuto effettuare una copertura acquisendo le azioni sul mercato a pronti con il prezzo del periodo.

Un compromesso tra le parti doveva essere trovato cercando un miglioramento dei fondi propri e della tesoreria di Fortis Holding.



Senza l'impatto delle Cashes, i fondi propri al 6 ottobre 2008 di Fortis Holding avrebbero dovuto essere intorno ai 12.5 miliardi (5 euro per azioni se arrotondiamo il numero di azioni a 2.500.000.000).

I fondi propri il 30 settembre invece erano 7.4 miliardi dopo l'effetto delle Cashes, quindi 9.8 miliardi prima di tale effetto.

Una parte del divario tra 9.8 miliardi e i 12.5 miliardi avrebbe potuto essere ridotto una volta entrati in funzione due elementi:

- le MCS avrebbero potuto nel 2010 contribuire all'aumento dei fondi propri di Fortis Holding, attraverso l'emissione di azioni di Fortis Banque Nederland.

Il montante era al tempo difficile da stimare a causa dei numerosi elementi di natura giuridica ed economica da prendere in considerazione;

- Il miglioramento della qualità del debitore delle obbligazioni dovute da Fortis Banque (Stato olandese) poteva eventualmente, nel quadro di una rinegoziazione con Fortis Banque, generare un profitto per Fortis Holding.

Anche qui era difficile stimare l'impatto in quel momento.

## **LA VOLONTA' DELLO STATO BELGA DI PRESERVARE LA LIQUIDITA' DELLA HOLDING**

La situazione della tesoreria di Fortis Holding al 30 giugno 2008, era una posizione netta di 0.1 miliardi, alla quale si doveva aggiungere un miglioramento di 2.3 miliardi (emissione di commercial paper e EMTN) al terzo trimestre.

Risultava quindi una situazione di partenza di 2.4 miliardi.

Il bisogno di tesoreria legato alle operazioni dei 2 weekend poteva essere riassunto come segue:

- situazione di partenza: +2.4 miliardi;
- cessione del 50.01% delle azioni di FBB: +4.7 miliardi;
- cessione di Fortis Verzekering: +4 miliardi;
- cessione di Fortis Insurance Belgium: +5.5 miliardi;
- rimborso dei debiti mediante cessione di attivi: -9.4 miliardi;
- finanziamento della SPV: -6.9 miliardi;
- totale = +0.3 miliardi.

Quando durante le negoziazioni del weekend è apparso il problema del finanziamento delle Cashes (2.4 miliardi), parve evidente che Fortis Holding non aveva i mezzi di finanziamento necessari ad affrontare la situazione.

Fortis Holding doveva far fronte ad una insufficienza di tesoreria di 1.9 miliardi (0.5 - 2.4) e doveva inoltre disporre di un cuscinetto per far fronte alle variazioni del corso delle divise, che avrebbero potuto condurre ad un aumento del finanziamento della SPV.

Lo Stato belga aveva allora deciso di accordare, attraverso la SFPI, un prestito di 3 miliardi al veicolo contenente i crediti strutturati di Fortis Banque SPV, al fine di aiutare Fortis Holding.

Il finanziamento di Fortis Holding nella SPV fu quindi ridotto da 6.9 miliardi a 3.9 miliardi.

Lo Stato belga in tal modo quindi assunse quindi un rischio addizionale sui crediti strutturati allocati nella SPV.

## **CREAZIONE DI UN FONDO IN FAVORE DEI PICCOLI AZIONISTI**

Qualche giorno dopo l'annuncio dell'operazione BNP Paribas, il Governo belga aveva annunciato la propria volontà di ristornare agli azionisti di Fortis Holding il plusvalore eventuale sui titoli BNP Paribas (ovvero i titoli ricevuti in cambio della cessione dalla SFPI del 74.94% delle azioni di Fortis Banque).

Fu prevista a tal proposito l'emissione di un coupon 42.

La modalità di tale operazione, fu quello di allocare le azioni BNP Paribas detenute dalla SFPI in un fondo fino al 2014, e verificare in tale data se la SFPI fosse in grado di recuperare il montante del proprio investimento maggiorato:

- degli interessi pagati sul debito contratto per finanziare l'acquisizione dei titoli Fortis Holding, calcolati al 4.11% su 5 anni;
- di un premio per il rischio fissato al 2%.

Su tale base la SFPI che aveva investito 9.4 miliardi in ottobre 2008, avrebbe dovuto recuperare nel 2014 circa 12.65 miliardi.

Fu ugualmente previsto che l'indennizzo per azione non poteva eccedere 8.96 euro, ovvero la media fra il corso medio dell'azione a fine giugno (10 euro) e di inizio ottobre (1.04 euro).

Solo le persone fisiche detentrici del titolo al primo luglio 2008 avevano il diritto su tale coupon, con un limite massimo di 5000 azioni a persona.

Sulla base delle stime del ministero delle finanze in carica nel periodo, ci si poteva attendere una crescita annua del 10% del corso dell'azione e del suo dividendo.

Sulla base di queste ipotesi il corso dell'azione BNP Paribas, poteva nel corso del 2014 avvicinarsi ai 100 euro, mentre il dividendo per azione ai 5.24 euro (contro i 3.25 attesi nel 2008).

Ne risultava quindi un prodotto per la SFPI di 14.6 miliardi, generando un eccesso di 1.95 miliardi distribuibile agli aventi diritto.

Se la crescita media del corso dell'azione e del dividendo si fosse limitata per esempio al 7%, non ci sarebbe stata alcuna somma distribuibile per gli azionisti.

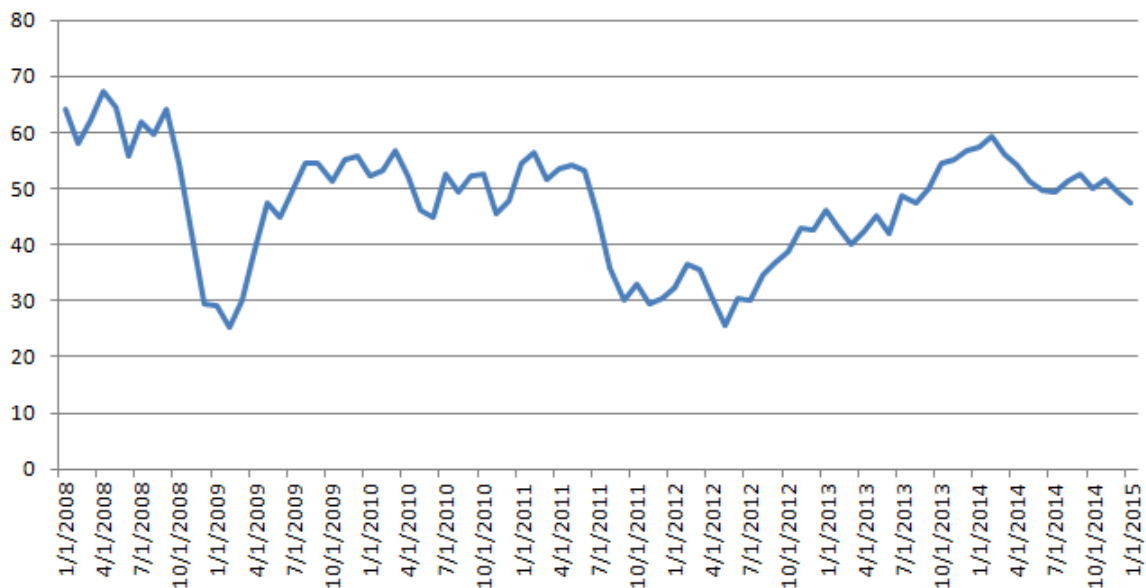
Andando a confrontare tali previsioni con i dati effettivamente realizzati, vediamo che nel 2014 il titolo BNP Paribas è oscillato tra un massimo poco superiore ai 60 euro, ed un minimo di poco superiore ai 45 euro.

Il dividendo distribuito nel 2014, il 23 maggio, fu invece di 1.50 euro (il prezzo attuale è di circa 48 euro, con un dividendo previsto per il maggio 2015 di 1.50 euro).

Le previsioni effettuate al tempo quindi si rilevano oggi errate, essendo il corso azionario rimasto pressoché costante, e il dividendo diminuito dai 3.35 euro del maggio 2008 agli 1.50 euro attuali.

Nulla quindi è distribuibile a favore degli azionisti.

Nel grafico sottostante possiamo notare l'andamento del prezzo delle azioni BNP Paribas nel periodo tra il gennaio 2008 e il gennaio 2015.



Nella seguente tabella possiamo invece apprezzare l'andamento dei dividendi:

5/26/2008	3.35
5/20/2009	1
5/19/2010	1.5
5/20/2011	2.1
5/30/2012	1.2
5/21/2013	1.5
5/20/2014	1.5

Punti di riflessione su questo argomento potrebbero essere capire il perché della distinzione fatta fra investitori fisici e gli altri, distinzione che non sembra trovare grossi fondamenti logici.

Oppure il perché dell'apposizione di un ammontare massimo al numero di azioni per ciascun investitore, anche qui di difficile comprensione con gli elementi a nostra disposizione.

Inoltre si poteva forse rivedere il premio al rischio fissato, in modo da rendere il recupero per gli azionisti meno aleatorio.

## **IL PROTOCOLLO D'ACCORDO**

Il protocollo d'accordo fu siglato il 10 ottobre 2008, con l'acquisizione da parte di BNP Paribas del 74.93% di Fortis Banque e del 100% delle attività assicurative del gruppo in Belgio.

Lo Stato belga doveva mantenere il restante 25% + 1 azione di Fortis Banque.

La banca francese acquisì anche il 66% di Fortis Banque Luxembourg, mentre il resto andava al governo lussemburghese per un totale di € 14.7 miliardi.

In cambio, lo Stato belga assunse il controllo dell'11.7% del capitale del gruppo francese, e ne divenne di conseguenza il maggiore azionista, mentre lo Stato lussemburghese ne acquisì l'1.1%.

L'AD di BNP Paribas annunciò con orgoglio che quello che aveva fatto il proprio gruppo non sarebbero stati in molti in grado di farlo, per quantità di risorse in gioco e fiducia nel futuro, in un momento di profonda instabilità dell'economia mondiale.

Promise inoltre di mantenere per Fortis un focus principale sul mercato belga.

Il gruppo Fortis fu la prima grande istituzione europea a subire le conseguenze della crisi dei mutui subprime statunitensi, e dimostrò il diffondersi della crisi finanziaria nel vecchio continente.

L'operazione comprendeva 1458 filiali tra Belgio, Lussemburgo e altri Paesi, tra cui Polonia Turchia e Francia, e come detto prima, anche le attività assicurative e di gestione del risparmio di Fortis in Belgio, tra cui l'ex ABN AMRO asset manager.

Le sinergie positive stimate da BNP Paribas per l'operazione, furono di 500 milioni annui entro il 2011, stimando un impatto positivo sul gruppo sin dal primo anno.

I costi di ristrutturazione furono stimati intorno ai 750 milioni.

## **SITUAZIONE DELLA LIQUIDITA' E DELLA SOLVIBILITA' DI FORTIS BANQUE A PARTIRE DAL 6 OTTOBRE 2008**

Nel corso della giornata di lunedì 6 ottobre il fabbisogno di circa 60 miliardi fu coperto parzialmente dal pagamento da parte dello Stato olandese di una somma di 50 miliardi di euro (finanziamento del quale avevamo parlato in precedenza).

Tuttavia considerando la caduta del livello di depositi, che a fine giornata si attesterà a 22.9 miliardi, di cui più di 15 miliardi a conseguenza dell'uscita di Fortis Banque Nederland dal gruppo, malgrado la ricezione la somma ricevuta dal

Governo olandese, Fortis Banque dovette ricevere il finanziamento d'urgenza ELA su 19.7 miliardi.

Dal 6 ottobre, quando le negoziazioni non erano ancora concluse, BNP Paribas fornì liquidità (intraday funding) a Fortis Banque per 9.4 miliardi, mentre in precedenza questi funding erano prossimo a zero.

Tali finanziamenti andarono in progressivo aumento per tutto il mese di ottobre.

Alla sera del 6 ottobre, Fortis Banque registrò un calo di 47 miliardi nel livello di depositi in rapporto allo stock disponibile a fine giornata il 26 settembre.

Tra il 7 e il 10 ottobre furono rilevati gli elementi seguenti: i crediti accordati dalla banca centrale (escluse le linee d'urgenza) erano stabili, attestandosi tra 42 e 48 miliardi.

La tesoreria previsionale presentava un fabbisogno finanziario in netta diminuzione rispetto a quanto avvenne i giorni precedenti.

Il fabbisogno stimato evolse nel corso della settimana tra 11 e 18 miliardi.

Tale miglioramento risultava:

- dal rallentamento nel ritiro dei depositi;
- dal citato finanziamento ottenuto da BNP Paribas;
- dalla citata ricezione del 6 ottobre del pagamento dallo Stato olandese di 50 miliardi.

I crediti accordati da BNP Paribas rappresentavano nel corso della settimana più del 70% del finanziamento interbancario di Fortis Banque, contro il 3.5% delle due settimane precedenti.

Questi crediti furono ottenuti senza garanzie.

Il ritiro dei depositi rallentò a partire da martedì 7 ottobre.

In particolare i depositi dal segmento retail e private banking si stabilirono, mentre la ritirata delle istituzioni e delle società continuava, fino ad arrivare a 6.6 miliardi.

Al 10 ottobre Fortis Banque aveva perduto nel corso delle due settimane precedenti un volume di depositi di circa 40 miliardi (25% del totale).

Comunque la situazione era in miglioramento, e i crediti d'urgenza iniziarono a ridursi:

- la marginal lending facility presso la banca centrale non era più utilizzata;
- dal 7 ottobre l'ELA accordato dalla Banca Centrale olandese su 7 miliardi non fu più rinnovato;

- le ELA accordate dalla Banca Nazionale del Belgio furono fortemente ridotte, per essere annullate il 10 ottobre. Tale finanziamento evolse nel corso della settimana tra 6 e 12.7 miliardi, contro una media di 44.5 miliardi la settimana precedente;
- le ELA hanno potuto non essere ulteriormente rinnovate non appena BNP ha potuto trovare il finanziamento in dollari sui bisogni di Fortis Banque.

Era chiaro quindi, che senza l'importante finanziamento complementare da parte di BNP Paribas nel corso della settimana dal 6 al 10 ottobre, sarebbero state necessarie ulteriori linee d'urgenza.

## **EVOLUZIONE DELLA SOLVIBILITÀ E DELLA LIQUIDITÀ DAL 12 OTTOBRE 2008 AL 12 GENNAIO 2009:**

Per quanto riguardava il coefficiente di solvibilità, Fortis Banque disponeva a fine 2008 di un ratio core tier 1 del 10%.

Per quello che concerneva invece la liquidità, nel periodo che andava dal 12 ottobre 2008 a metà gennaio 2009, ci limitiamo a rilevare qualche elemento essenziale.

I depositi per quanto riguarda il segmento retail e private banking, diminuirono di circa 6 miliardi.

I finanziamenti classici presso la banca centrale restarono elevati, oscillando tra i 46.5 e i 50.3 miliardi.

Confrontando questo dato con ciò che succedeva nella prima parte del 2008, periodo nel quale tali finanziamenti erano intorno ai 20 miliardi, possiamo notare una crescita molto marcata.

Nel corso del mese di ottobre il fabbisogno di tesoreria registrava una media di 12.8 miliardi, variando tra un minimo di 3.7 ed un massimo di 26.

Nei mesi successivi, tra il primo novembre ed il 12 gennaio fu in media 6.4 miliardi, variando tra un minimo di 1.5 ed un massimo di 12.7.

La liquidità durante questo periodo, fu specialmente influenzata dalla trasformazione dei debiti a lungo termine di Fortis Banque Nederland in debiti a breve termine di Fortis Banque, per una cifra intorno ai 16 miliardi.

Tale somma era composta, come citato in precedenza da:

- un montante di 6 miliardi rimborsati al nominale il 21 ottobre;

- un montante di 10 miliardi convertiti in obbligazioni a lungo termine emesse dallo Stato olandese il 26 novembre, aumentando così lo stock di collaterals eligibles presso la banca centrale e permettendo di ottenere in questo modo presso di essa un finanziamento complementare.

Il finanziamento ottenuto da BNP Paribas era in tale periodo molto importante, oscillando tra il 13 ottobre e il 3 dicembre fra 19.6 e 35 miliardi.

Nel periodo successivo, tra il 3 dicembre e il 12 gennaio il finanziamento evolse tra 2 e 12 miliardi.

Il sostenimento di BNP Paribas dopo il 6 ottobre fu realizzato a condizioni normali di mercato, le quali non furono modificate, come prescritto dalla corte d'appello, successivamente alla data dell'arresto dell'operazione in dicembre.

Come nel caso della settimana dal 6 al 10 ottobre era evidente che se BNP Paribas non avesse mantenuto il suo sostenimento finanziario, Fortis Banque avrebbe dovuto, richiedere nei mesi di ottobre e novembre 2008 il mantenimento delle linee di urgenza presso la Banca Nazionale del Belgio.

In altre parole malgrado il rimborso da Fortis Banque Nederland del suo debito a lungo termine di 16 miliardi, la situazione della liquidità, nei mesi di ottobre e novembre 2008 restava difficile.

La situazione a gennaio 2009 invece migliorò sensibilmente, con la netta diminuzione del finanziamento da BNP Paribas, a testimoniare il superamento della fase acuta della crisi.

Nell'analisi del bisogno di liquidità e di finanziamento, gli esperti si basarono solo sull'analisi dei passivi di bilancio.

Dando uno sguardo all'attivo, vediamo che questo si era ridotto di circa 20 miliardi nell'ultimo trimestre 2008, e andava di conseguenza ad influenzare anche il fabbisogno di finanziamento.



## **CAPITOLO 6**

### **DALLA SOSPENSIONE ALL'ACCORDO DEFINITIVO**

#### **SOSPENSIONE ACQUISIZIONE**

Il 19 dicembre 2008 doveva tenersi un'assemblea degli azionisti BNP Paribas sull'acquisizione Fortis, che però non fu mai realizzata a causa del blocco dell'operazione da parte della corte d'appello di Bruxelles deciso il 12 dicembre.

La corte d'appello di Bruxelles infatti sospese gli accordi di inizio ottobre, accogliendo il ricorso da parte di un gruppo di azionisti di minoranza, e richiese una consultazione con gli azionisti.

Incaricò inoltre un gruppo di esperti di esaminare il caso e di redigere un rapporto sulle operazioni avvenute tra la fine di settembre e i primi di ottobre dello stesso anno.

#### **RAPPORTO ESPERTI DESIGNATI DALLA CORTE D'APPELLO**

Il collegio di esperti, indipendenti e imparziali rispetto alle vicende delle società coinvolte, fu composto da:

Due co-presidenti:

- Walter Ven Gerven (docente di diritto all'Università belga UKL);
- Guy Horsmans (docente di diritto all'Università belga UCL);

e tre membri:

- Roland Gillet (docente all'università ULB),
- Remi Varmeiren (ex AD di KBC) e
- André Killesse (presidente onorario dell'istituto di revisione delle imprese in Belgio).

La loro missione fu ammessa in base all'articolo 168 del codice delle società belga, il quale permette al tribunale commerciale "in presenza di indicatori di grave rischio per l'interesse della società, a richiesta di una o più associati in possesso di almeno l'1% dei voti, o ai possedenti di titoli rappresentanti una frazione del capitale uguale ad almeno 1.250.000 euro, di nominare uno o più esperti, aventi il

compito di verificare i libri, i conti della società e le operazioni compiute dai suoi organi”.

La missione riguardava la società di diritto belga Fortis SA/NV, ad esclusione della società di diritto olandese Fortis NV.

Doveva essere inoltre redatto un rapporto intermedio, che fu comunicato il 26 gennaio 2009.

La corte d'appello del tribunale commerciale aveva nel frattempo ordinato le misure provvisorie seguenti:

- La sospensione delle decisioni prese il 3, 5 e 6 ottobre 2008;
- La convocazione di un'assemblea straordinaria degli azionisti per al più tardi il 12 febbraio 2009 (a tal proposito, venne convocata un'assemblea straordinaria dell'azionariato di Fortis per il 12 febbraio 2009, in cui gli azionisti avrebbero dovuto pronunciarsi sulla possibile vendita al gruppo francese);
- Il divieto per la società belga SFPI di vendere la partecipazione in Fortis Banque in cambio di azioni BNP Paribas almeno fino al 16 febbraio 2009;
- In tale periodo BNP Paribas era tenuta a mantenere le relazioni interbancarie esistenti con Fortis Banque secondo i valori correnti di mercato.

In particolare gli esperti dovevano far completa chiarezza sulle transazioni avvenute tra il 27 e 28 settembre e quelle del 3, 5 e 6 ottobre 2008, in funzione di aiutare gli azionisti a prendere una decisione consapevole nell'assemblea del febbraio 2009.

La difficoltà principale riscontrata degli esperti, fu quella di fornire opinioni a posteriori su operazioni economiche prese in un contesto del tutto particolare.

Essi convennero che a fine settembre 2008, Fortis Banque non era più in possesso della liquidità necessaria per adempiere alle proprie obbligazioni e svolgere la propria attività bancaria.

Tale entità quindi necessitava di un aiuto dall'esterno.

### **Valutazione del primo intervento governativo**

In tali delicate circostanze (società in stato di cessazione dei pagamenti e assoluta necessità di trovare soluzioni nello spazio di un weekend, in un contesto di mercato bancario in tumulto), non era molto utile riferirsi a valori di mercato, a nozioni di fair value, o ad altri metodi di valorizzazione generalmente pertinenti in condizioni economiche normali e in un'ottica di continuità.

Il prezzo della transazione dunque, non poteva essere che il risultato di difficili negoziazioni tra le parti interessate al salvataggio di una società, in funzione dell'urgenza e della gravità della situazione.

Come già detto, le parti avevano tenuto conto del prezzo azionario per determinare il valore di Fortis Banque.

In un determinato periodo, il corso borsistico di una società è a tutti gli effetti un indicatore dell'opinione del mercato sul valore del titolo di tale società.

Il metodo top down sulla considerazione dell'embedded value per le imprese di assicurazione, costituisce un approccio ritenuto accettabile.

Tale metodo conduce incontestabilmente a considerare che la totalità della cattiva performance dell'andamento borsistico sia imputabile al polo bancario, che necessitava quindi di immediati interventi correttivi.

Gli esperti erano dell'avviso che non vi erano ragioni economiche nel voler comparare il valore fissato per calcolare la remunerazione dell'aumento di capitale (4.7 miliardi per il valore totale della banca) con il valore dei fondi propri (book value) allo stesso momento.

In conclusione, gli esperti ritennero che, tenuto conto delle citate eccezionali circostanze del caso, la valorizzazione adottata per Fortis Banque a 4.7 miliardi fu ragionevole e accettabile per gli azionisti.

Gli esperti affermarono che in assenza di un intervento immediato per rinforzare la struttura finanziaria e restaurare urgentemente la fiducia nei mercati, potevano esserci irreparabili impatti sul valore della società.

Tuttavia alla riapertura del successivo lunedì mattina il mercato non reagì nel modo atteso, e il titolo continuò la sua discesa in borsa.

La vendita delle attività di ABN AMRO, Fortis Bank Nederland e Fortis Verzekering a vantaggio dei Paesi Bassi del 3 ottobre era avvenuta in condizioni ragionevoli ed aveva permesso di arrestare l'emorragia di liquidità.

Nonostante tali interventi comunque, all'apertura borsistica del 6 ottobre, Fortis Banque manteneva un importante fabbisogno di liquidità e la situazione rimaneva molto delicata.

Cosa poteva essere fatto a quel punto, nel rispetto delle regole comunitarie, dal Governo belga, che mediante gli interventi precedentemente citati era divenuto il maggiore azionista di Fortis, nel rispetto degli interessi di depositanti, azionisti e contribuenti, e dall'amministrazione di Fortis Holding?

Come spiegato in prece cedenza le alternative a disposizione erano tre:

- La concessione di una garanzia di Stato sulle operazioni di Fortis Banque;
- Una nazionalizzazione completa della banca e l'acquisizione di una partecipazione di maggioranza in Fortis Holding;
- La ricerca di un possibile acquirente di livello internazionale per Fortis Banque che ne facilitasse la ripresa.

Gli esperti conclusero che le decisioni negoziate tra il CdA di Fortis, il governo belga e i diversi interlocutori, potevano essere qualificate come logiche e ragionevoli.

Nel corso del weekend del 27 e 28 settembre Fortis era in stato virtuale di cessione dei pagamenti, risultante dalla grave difficoltà di tesoreria a livello di Fortis Holding.

Gli esperti dovevano inoltre valutare se negli accordi ci fosse stato l'intento di danneggiare gli interessi sociali.

Nel diritto societario, la nozione "interessi sociali" resta largamente indefinita, soprattutto quando si fa riferimento agli interessi sociali delle società del gruppo.

La dottrina giuridica e la giurisprudenza contemporanea sono comunque concordi nel non far coincidere l'interesse sociale solo con l'interesse degli azionisti, ma bensì estendere il concetto ad una nozione più ampia.

Esso comprende l'interesse di tutti gli stakeholders interessati alla sopravvivenza e alla redditività della società alla quale il gruppo appartiene.

È chiaro che nel quadro della gestione di un gruppo bancario e assicurativo, l'interesse generale gioca un ruolo ancora più marcato rispetto ad altri settori in ragione della protezione dei depositanti, del settore del credito e della stabilità del sistema finanziario nel suo complesso.

Il Consiglio di Amministrazione è obbligato a tenere conto degli altri interessi, non solo a quelli degli azionisti, quando si trattano decisioni che hanno effetto su altri soggetti.

Questa visione è riflessa anche nella decisione del tribunale in questo caso specifico.

La corte d'appello era interessata a sapere se la decisione del CdA incontrava effettivamente il migliore interesse della società e dei suoi azionisti, o anche della totalità degli stakeholders.

Per quanto riguardava le decisioni prese dallo Stato belga il 28 e 29 settembre, dove era in gioco la sopravvivenza della banca, del gruppo e dell'intero sistema

finanziario, gli esperti conclusero che le parti considerarono nelle proprie decisioni l'interesse generale e che, le decisioni prese non attentavano all'interesse sociale e delle società del gruppo".

## **Valutazione del secondo weekend di interventi**

A riguardo del secondo weekend del 4 e 5 ottobre, la situazione era la medesima, con Fortis Banque nello stato virtuale di cessione dei pagamenti, non avendo i mezzi necessari per far fronte alle scadenze di lunedì 6 ottobre.

Tali scadenze furono onorate solo grazie all'intervento congiunto della Banca Nazionale del Belgio e di BNP Paribas.

L'intervento dello Stato belga fu dunque assolutamente necessario, e dal momento in cui intervenne (investimento di 14.9 miliardi attraverso la SFPI), fu scelta la soluzione apparentemente più appropriata al fine di:

- assicurare al meglio la stabilità finanziaria del Paese;
- salvaguardare la gestione del debito pubblico;
- preservare a lungo termine l'avvenire di Fortis Banque mediante l'aiuto di una grande banca internazionale.

Gli esperti valutarono che non vi era ragione di interrogarsi sul plus valore virtuale realizzato dalla SFPI nell'acquisizione dei titoli Fortis Banque (basata su un valore per il 100% dei titoli uguale a 9.4 miliardi) e la cessione degli stessi titoli a BNP Paribas (basata su un valore per il 100% dei titoli uguale a 11 miliardi).

Nelle casse della SFPI entrò quindi un "profitto" di 1.2 miliardi (75% di 1.6).

Tale ragionamento non resiste ad un'analisi economica per più ragioni:

- Per completare l'operazione la SFPI fu costretta non solo al finanziamento del 24% della SPV per un ammontare di 2.4 miliardi, ma anche a concedere un prestito di 3 miliardi alla stessa entità. La SFPI quindi aveva un rischio legato all'andamento del portafoglio di prodotti strutturati SPV di 5.4 miliardi;
- Una somma pagata in denaro non è comparabile a quella ricevuta in titoli della società acquirente sulla base del prezzo di mercato;
- la maggior parte delle suddette azioni erano bloccate dalla clausola di block up per 2 anni.

Il pagamento di un prezzo di 4.7 miliardi per lo Stato belga è stato infatti necessario ai soci per preservare il valore delle azioni della Holding e permettere alla stessa Holding di fronteggiare un urgente bisogno di liquidità.

In conclusione, l'investimento totale di 9.4 miliardi è una somma ragionevole e accettabile per il contesto estremo del caso.

Gli esperti inoltre convennero che tale decisione fu presa nell'interesse generale e non attendendo allo stesso, o a quello delle società del gruppo.

A riguardo della stima del valore di Fortis Banque gli esperti furono tuttavia sorpresi che l'apporto dei titoli di Fortis Banque fu remunerato sulla base del corso dell'azione BNP Paribas senza prendere in considerazione di uno sconto, per tener conto:

- della remunerazione in azioni invece del pagamento in cash;
- della clausola di lock up di due anni sui due terzi dei titoli.

Secondo gli esperti uno sconto del 15% sarebbe parso più conforme alle condizioni spesso effettuate in questo tipo di transazione in titoli piuttosto che in contanti, che avrebbero allora abbassato la valutazione del titolo BNP Paribas rispetto ai 68 euro per azione pagati.

È comunque da comprendere il fatto che nelle circostanze dell'epoca, ne Fortis Banque ne lo Stato belga erano nella posizione di forzare per ottenere una remunerazione della transazione ad un prezzo al di sotto del corso borsistico dell'azione BNP Paribas.

A riguardo dell'operazione legata alle Cashes, gli esperti conclusero che non fosse equo che Fortis Holding avesse dovuto pagare un montante di 2.35 miliardi, senza poter recuperare una parte della suddetta somma dalla plusvalenza dal corso delle Cashes sotto la pari.

Non era comunque ragionevole attendersi che gli impatti di questa operazione fossero accuratamente valutati, in quanto le negoziazioni furono particolarmente rapide a causa dell'assoluta urgenza del caso.

Gli esperti convennero quindi che l'operazione Cashes, negoziata all'ultimo momento e senza molti margini di manovra, non fosse risultata equa per le parti.

Consigliarono a tal proposito alcuni modi per riequilibrare la situazione:

- il primo, era quella di lasciare sussistere il contratto (Relative Performance Note).

In questo caso Fortis Holding non doveva versare i 2.35 miliardi a Fortis Banque, mentre il contratto restava in vigore. Questo significava che il prezzo pagato da

BNP Paribas restava un coefficiente ragionevole di 0.8 volte il book value (l'operazione Cashes aveva di fatto infatti trasformato il coefficiente da 0.8 a 0.6).

- una seconda soluzione era che le parti negoziassero la ripartizione del risultato di una offerta pubblica sulle Cashes, a per esempio il 40% del loro valore nominale.

Tale soluzione poteva essere risolta in due maniere.

La prima consisteva in un approccio contabile.

Questa operazione avrebbe generato un beneficio di 1.2 miliardi dalla parte di Fortis Banque, che poteva venir diviso fra Fortis Holding e Fortis Banque. La parte relativa a Fortis Banque compenserebbe la parte di finanziamento ottenuto grazie all'operazione Cashes a condizioni attraenti.

L'altro modo di dividersi i risultati dell'operazione sarebbe di basarsi sui cash flow invece che su un approccio contabile. Ne risulterebbe un apporto di tesoreria per Fortis Holding, dal momento dove la differenza tra il montante ricevuto da Fortis Banque (2.35 miliardi) e il montante pagato per riscattare le Cashes (da vedere in funzione del prezzo offerto in rapporto alla pari) potrebbe essere diviso tra Fortis Banque e Fortis Holding in modo da definire.

In relazione al plusvalore potenziale (difficile da stimare) sugli strumenti finanziari garantiti dallo Stato olandese, gli esperti erano dell'avviso che dovesse andare a beneficio di Fortis Holding sulla base del documento siglato il 3 ottobre tra lo Stato olandese e Fortis Banque, che fu negoziato fra i rappresentanti di Fortis Holding (allora azionista di maggioranza in Fortis Banque) e lo Stato olandese.

A riguardo della cessione dell'operazione su Fortis Insurance Belgium gli esperti valutarono il prezzo pagato, un prezzo eccezionale per le circostanze dell'epoca.

È importante rilevare le differenze fra Fortis Insurance Belgium valutata come detto 5.5 miliardi, e Fortis Verzekering ceduta per 4 miliardi, quando i loro embedded value al 31.12.2007 erano esattamente identici.

Considerato che la beneficiaria era nei due casi Fortis Holding è preferibile valutare la transazione nel suo insieme.

In conclusione, nelle circostanze del tutto particolari in questione di salvare non solo una banca ma anche una Holding in difficoltà di tesoreria, il prezzo globale di 9.5 miliardi per le due imprese di assicurazione comparato ad un embedded value di 11.2 miliardi sembra ragionevole.

Tale montante rappresenta l'84% dell'embedded value, ovvero un valore conforme alle condizioni di mercato dell'epoca.

A riguardo della decisione del CdA di Fortis Holding del 5 e 6 ottobre di accettare la vendita a BNP Paribas della totalità delle azioni di Fortis Insurance Belgium, gli esperti conclusero che tale decisione fu presa nell'interesse generale e non con intenzioni di attentare all'interesse sociale.

## **Riflessioni e raccomandazioni**

Va considerato che il CdA di Fortis Holding non dispose di alcun margine di manovra nella negoziazione degli accordi, trovandosi in posizione di estremo bisogno di aiuto esterno.

Solo il tempestivo intervento dello Stato belga evitò guai peggiori.

La eventuale cancellazione degli accordi, sarebbe stata una grave decisione nel caso non si fossero trovate alternative credibili e in tempi rapidi.

Fortis Banque non aveva i mezzi in quel momento per costruire da sola altre soluzioni.

Conviene inoltre dividere, da una parte la cessione degli attivi olandesi allo Stato olandese e dall'altra la cessione a BNP Paribas.

A riguardo della cessione della filiale olandese, fu valutato che una eventuale rinegoziazione degli accordi non era necessaria.

Inoltre un ritorno di Fortis Banque Nederland in seno a Fortis Banque non appariva molto realistico, in quanto il finanziamento delle attività di FBN su circa 60 miliardi da Fortis Banque (con o senza aiuto dallo Stato belga), risulterebbe estremamente delicato e avrebbe rischiato di creare una nuova crisi di fiducia sui mercati.

Gli esperti tuttavia suggerirono un'attenta valutazione delle condizioni di conversione delle obbligazioni MCS con le autorità olandesi.

A riguardo delle operazioni del 5 e 6 ottobre proposero l'analisi delle seguenti ipotesi alternative:

- un mantenimento dal 25.1 al 50.1 dei titoli di Fortis Insurance Belgium in Fortis Holding e l'apporto del 25.1% dei titoli di Fortis Banque dalla SFPI a Fortis Holding;
- uno stand alone a livello della Holding;
- uno stand alone a livello della banca e dell'impresa di assicurazione.

Per ogni ipotesi proviamo ora a descrivere i fabbisogni finanziari, in modo da effettuare una comparazione dettagliata.

Prima ipotesi: Una partecipazione in Fortis Insurance Belgium



Tale alternativa si riassume come segue:

- l'addossamento a BNP Paribas è mantenuto e la SPV è costituita;
- Fortis Holding manteneva dal 25.1% al 50.1% in Fortis Insurance Belgium;
- la SFPI apportava un aumento di capitale a Fortis Holding del 25.01% di titoli di Fortis Banque.

Fu stimato in tale ipotesi che il bisogno finanziario di Fortis Holding era tra 1.5 e 2.8 miliardi, a seconda della percentuale di partecipazione in Fortis Insurance Belgium presa in considerazione.

Tale apporto di tesoreria doveva, secondo la visione degli esperti, essere trovato prima di tutto nella rinegoziazione dell'accordo legato all'operazione Cashes, in quanto le disposizioni accordate in tale apporto non furono ritenute equilibrate.

Se nelle circostanze di inizio ottobre BNP Paribas pagò un multiplo dell'80%, relativamente ragionevole per l'attivo netto, bisogna anche considerare che il gruppo francese aveva applicato larghi aggiustamenti sui fondi propri della banca, e aveva potuto eliminare una parte importante dei rischi sui prodotti strutturati.

Sembrava allora ragionevole che BNP accettasse di rivedere l'operazione Cashes, in una delle modalità precedentemente spiegate.

A riguardo della sua partecipazione dentro la SPV, questa avrebbe potuto essere aumentata, per esempio al 15 o 20%.

Un altro modo per migliorare la situazione finanziaria di Fortis Holding poteva essere quello di rivedere la destinazione da attribuire al guadagno potenziale legato agli strumenti finanziari garantiti dallo Stato olandese.

Tale guadagno secondo gli esperti doveva logicamente tornare a Fortis Holding in base al documento siglato il 3 ottobre, tra Stato olandese e Fortis Banque.

Tale accordo fu negoziato tra i rappresentanti di Fortis Holding (all'epoca azionista di maggioranza di Fortis Banque) e il Governo olandese.

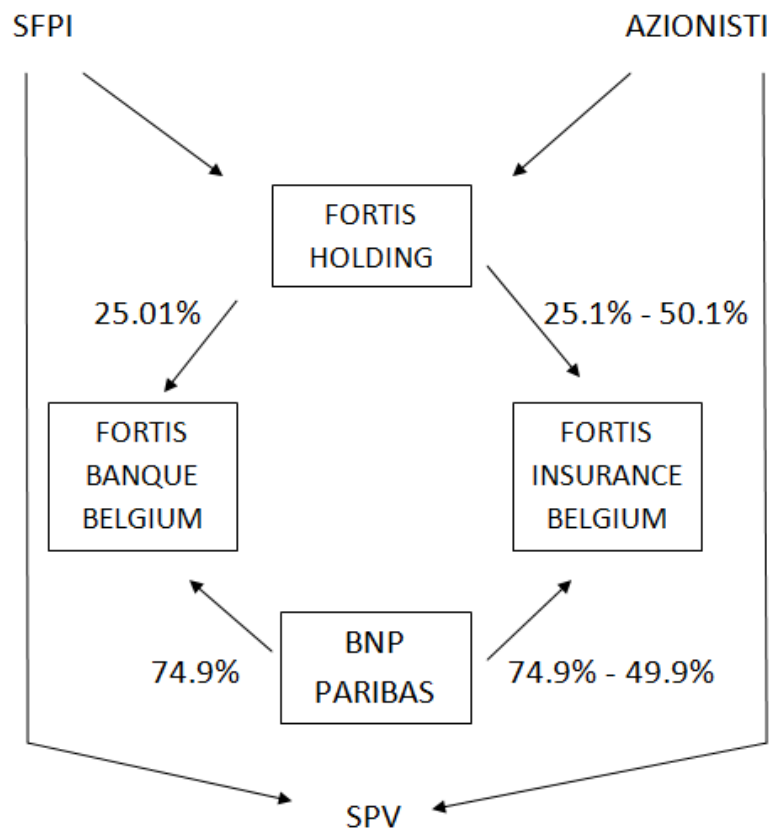
Il montante di tale guadagno potenziale era molto difficile da stimare e non poteva essere sintetizzato nei 600 milioni citati nel comunicato.

Se la posizione di tesoreria fosse migliorata, Fortis Holding avrebbe potuto vendere una partecipazione del 74.9% o del 49.9% di Fortis Insurance Belgium a BNP Paribas.

Da quel momento in poi la SFPI avrebbe apportato il suo 25.1% delle azioni di Fortis Belgium a Fortis Holding in aumento del capitale e ricevere in cambio delle azioni di Fortis Holding.

La quota delle azioni detenute dalla SFPI e dagli azionisti privati sarebbe dipesa evidentemente dal modo di calcolo della remunerazione dell'apporto dei titoli Fortis Banque dalla SFPI.

L'organigramma di gruppo si presenterebbe in questo caso come segue:



In caso si propendesse per tale decisione, si doveva fare attenzione a questi punti:

- l'apporto dalla SFPI delle sue azioni BNP Paribas a Fortis Holding remunerato, per esempio, da azioni prevedendo modalità di voto particolari sia a livello dell'assemblea generale di BNP Paribas che di Fortis Holding. Inoltre si potevano presentare modalità particolari di concessione dei dividendi;
- una rinegoziazione del coupon 42, oppure la sua eliminazione.

#### Ipotesi numero 2: Uno stand alone a livello della Holding

Per attuare questa ipotesi sarebbe stato necessario che gli azionisti fossero riusciti a convincere lo Stato belga della rinuncia all'accordo siglato con BNP Paribas, nonché della pertinenza di tale ipotesi di Stand alone.

Essa poteva essere strutturata nel modo seguente:

- apporto da parte della SFPI del 100% delle azioni di Fortis Banque a Fortis Holding;
- la SFPI ed eventualmente gli azionisti avrebbero dovuto sottoscrivere un aumento di capitale di Fortis Holding da 2.5 miliardi al fine di permettere il finanziamento della SPV e di conservare il 100% di Fortis Insurance Belgium;
- la SPV avrebbe detenuto 10.4 miliardi di attività strutturate, la cui proprietà e il cui finanziamento sarebbero stati condivisi tra Fortis Holding e la SFPI.

In tale ipotesi Fortis Holding non avrebbe più disposto di un cuscinetto per portare a termine i propri progetti d'investimento, far fronte ai bisogni complementari eventuali del finanziamento della SPV legato all'evoluzione del dollaro e della sterlina e far fronte agli oneri aziendali.

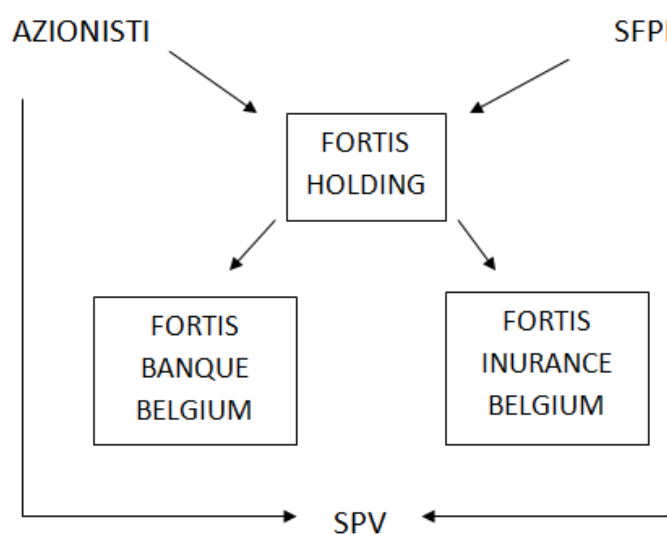
Tale cuscinetto avrebbe potuto essere eventualmente trovato nel rimborso da Fortis Banque a Fortis Holding di un prestito di 1.1 miliardi.

Tale rimborso però era sottomesso all'autorizzazione da parte delle autorità prudenziali.

Da notare che l'accordo sulla vendita di azioni concluso tra la SFPI e Fortis Holding prevedeva disposizioni particolari sulla costituzione della SPV nell'ipotesi dove il protocollo BNP Paribas non fosse finalizzato, di cui non vengono qui dati dettagli.

La valorizzazione delle differenti società determinata nelle transazioni di fine settembre ed inizio ottobre costituiva una base logica di negoziazione.

In tale ipotesi la struttura societaria si presenterebbe come segue:



### Terza ipotesi: Uno stand alone a livello delle società operative

In questa alternativa, la SFPI conserverebbe la sua partecipazione al 100% in Fortis Banque e acquisirebbe il 100% di Fortis Insurance Belgium.

Fortis Holding invece sarebbe restata nella posizione nella quale si sarebbe trovata se l'operazione con BNP Paribas fosse realizzata come nel previsto protocollo d'accordo.

Questa alternativa non sembrava interessante perché non creava valore per Fortis Holding e necessitava un investimento sostanzioso da parte dello Stato belga.

Nelle tre diverse ipotesi considerate, pensiamo che la prima sia la più ragionevole ed appropriata.

Il gruppo francese BNP Paribas era solido e permetteva di considerare progetti industriali, evitando il massiccio investimento dello Stato belga.

L'intervento dello Stato per il salvataggio di istituzioni private è in ogni caso un'operazione molto delicata, che va attentamente misurata in tutte le sue possibili conseguenze.

Se infatti da un lato tale operazione permetteva di conservare nel Paese un centro di decisione importante, dall'altro lato poteva non dare il successo sperato in materia di progetto industriale, e portare con sé conseguenze estremamente negative per l'economia del Paese.

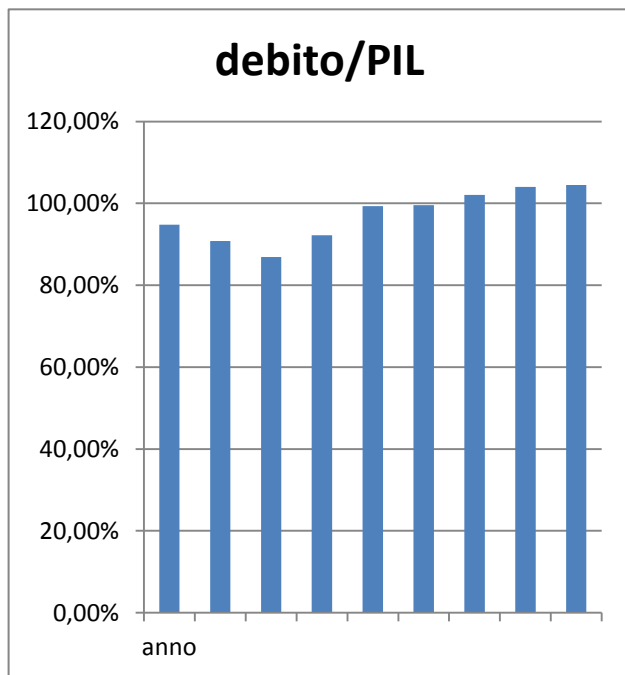
Andando a dare uno sguardo al resto d'Europa, l'Irlanda che fu il primo Stato di dimensioni relativamente ridotte ad accordare importanti garanzie a Banche in difficoltà, si vide dopo il mese di ottobre 2008 fortemente penalizzato.

Il Paese dovette in qualche mese aumentare i tassi di interesse offerti sulle proprie obbligazioni di Stato, mentre le società di Rating ne declassarono la valutazione del debito pubblico.

Appena un anno prima, l'Irlanda aveva un debito pubblico di appena il 25% del suo prodotto interno lordo.

In questo dibattito economico complesso, il montante del debito pubblico in rapporto al PIL di un Paese, le dimensioni del Paese e della banca centrale costituiscono elementi determinanti.

Il Belgio nel 2008 aveva un rapporto debito pubblico/PIL del 92.2% che, anche a conseguenza degli interventi a salvataggio del sistema finanziario, aumentò nell'anno successivo al 99.3%.



## **MODIFICHE AL PROTOCOLLO D'ACCORDO**

Sulla base del rapporto degli esperti designati dalla corte d'appello di Bruxelles, il 28 gennaio 2009 BNP Paribas, Fortis Holding e lo Stato belga raggiunsero un accordo, rinegoziando il patto siglato il precedente 10 ottobre 2008.

Se tale accordo fosse stato approvato dall'Assemblea generale degli azionisti, Fortis holding avrebbe avuto le prospettive e gli strumenti per creare il più grande gruppo assicurativo in Belgio, mentre BNP Paribas avrebbe ampliato il suo bacino europeo con Fortis Banque in Belgio e Lussemburgo.

Per il gruppo francese le principali modifiche, che andavano successivamente sottoposte al voto degli azionisti, riguardavano:

- L'acquisto del 10% di Fortis Insurance Belgium, invece del 100% inizialmente previsto.

Ne derivava che il gruppo Fortis manteneva il restante 90% delle azioni.

Rimaneva intatto l'accordo esistente di distribuzione esclusiva tra Fortis Insurance Belgium e Fortis Banque, il quale non poteva essere sciolto prima del 2020.

Inoltre BNP Paribas accettò di non cedere la propria partecipazione del 10% prima del primo gennaio 2018;

- La quota di partecipazione dentro al veicolo contenente i crediti strutturati di Fortis sarebbe stata di 0.4 miliardi di euro per la prima tranche (capitale e debito subordinato), e di 3.4 e 0.5 miliardi per il debito senior.

Fortis Banque avrebbe finanziato il debito residuo del veicolo con la garanzia dello Stato belga, con l'eccezione di una tranche super senior di 1.5 miliardi;

- Il meccanismo delle Cashes sarebbe stato accompagnata da una garanzia dalla Stato belga sui pagamenti dovuti da Fortis Holding a Fortis Bank;
- L'acquisizione del 75% di Fortis Banque Belgique e del 16% di Fortis Bank Luxemburg, che dovevano essere remunerati con l'emissione di azioni al prezzo di 68 euro, per un totale di 11 miliardi, non furono modificate.

Furono egualmente mantenute le altre disposizioni del precedente accordo, come l'acquisto da parte di Fortis Banque del 25% di Fortis Insurance Belgium da Fortis holding al prezzo di 1.375 miliardi di euro.

Il contratto di distribuzione esclusiva si sarebbe dovuto mantenere fino al 2020.

La transazione doveva secondo le aspettative portare benefici dal 2010, esclusi i costi di ristrutturazione.

L'acquisizione del 25% di Fortis Insurance Belgium doveva forgiare una solida partnership industriale nella bancassurance, e fornire la base a Fortis per divenire leader nel campo assicurativo in Belgio.

Per quanto riguarda le Cashes, Fortis non era più tenuta al pagamento dei 2.35 miliardi di euro.

Comunque la Relative Performance Note rimaneva attiva.

Come funziona il meccanismo RPN?

Alla nascita, lo strumento Cashes fu emesso per un importo complessivo di 3 miliardi di euro.

Contemporaneamente furono emesse azioni al prezzo di 18,75 euro per un totale di 2,35 miliardi di euro.

Il valore della RPN è determinato da:

- La differenza tra l'importo originario emesso (3 miliardi di euro) e il valore di mercato degli strumenti CASHES
- La differenza tra il valore iniziale delle azioni di Fortis emesse (2,35 miliardi di euro) e il valore equo di mercato delle azioni Fortis.

Il valore della RPN è la differenza tra la variazione del valore dei Cashes (da inizio) e il valore delle azioni di Fortis (dall'inizio).

Tuttavia, le parti hanno convenuto che l'importo di riferimento su cui i futuri pagamenti di interessi (sia da Fortis Banque o Fortis Holding) si baseranno, sarà limitato ad un massimo di 2,35 miliardi di euro.

In termini semplici, se il valore delle Cashes scende più del valore delle azioni Fortis, Fortis Holding riceverà un pagamento da Fortis Banque; se al contrario le azioni Fortis scendono più in valore rispetto alle Cashes, Fortis Holding dovrà effettuare un pagamento di interessi sulla somma di riferimento a Fortis Banque.

La stessa Fortis Banque ricevette una garanzia dal Governo belga sui possibili interessi dovuti in favore di Fortis Holding.

L'esposizione di Fortis al portafoglio di crediti strutturati SPV fu limitata all'ammontare di un miliardo.

Tale somma doveva essere versata in equity per il valore approssimativo di 740 milioni, e in debiti subordinati per 260 milioni.

La parte rimanente verrà fornita da BNP Paribas e Fortis Bank.

Sarà effettuata la divisione in una parte senior di circa 5.5 miliardi (5 miliardi da parte di Fortis Bank e 500 milioni da parte BNP Paribas, e una tranche super senior da parte di Fortis Bank per 1.5 miliardi di euro.

la parte senior di Fortis Banque fu garantita dallo Stato belga.

In aggiunta Fortis avrebbe beneficiato di un prestito da parte di Fortis Banque di un miliardo di euro.

Fortis avrebbe dovuto remunerare tale garanzia nel pagamento del RPN.

Per ultimo Fortis avrebbe disposto di una opzione call concessa dalla SFPI connessa alle azioni BNP Paribas, al prezzo di esercizio di 68 euro con scadenza 6 anni, esercitabili non prima di due anni dall'accordo. Tale opzione permetterà agli azionisti Fortis di beneficiare di eventuali apprezzamenti del valore delle azioni BNP Paribas (di cui Fortis attraverso lo Stato belga detiene l'11.6%).

Il valore stimato dell'opzione in data 29 gennaio 2009 era di 600 milioni.

Il consiglio di amministrazione di Fortis sosteneva fermamente che il nuovo accordo potesse creare valore per gli azionisti.

Prima di tutto mantenendo il controllo del 90% di Fortis Insurance Belgium forniva a Fortis Group un importante potenziale su cui porre base per il futuro.

Oltre a questo venne diminuito in maniera significativa l'esposizione di Fortis Group al veicolo SPV (dai 3.9 miliardi del primo protocollo al miliardo del nuovo). Per ultimo, era attesa una diminuzione rispetto ai 2.35 miliardi di pagamento inizialmente previsti per riguarda le CASHES.

Per tali ragioni il CdA sosteneva che tale accordo era nell'interesse degli azionisti e dei portatori di interesse di Fortis, e invitava caldamente all'approvazione dello stesso nell'assemblea di febbraio.

il CdA tenne inoltre a specificare che il comitato di esperti nominati dalla corte d'appello valutava le modifiche apportate nel nuovo protocollo in linea con le proprie raccomandazioni, raccomandando inoltre l'approvazione della vendita del 100% di Fortis Holding Nederland allo Stato olandese del 3 ottobre 2008, la vendita del 50% più una azione rimanente di Fortis bank SA/NV alla Federal Participation and Investment Corporation (SFPI) del 10 ottobre 2008, e l'approvazione della vendita del 100% di Fortis Insurance Belgium SA/NV a BNP Paribas S. A. del 10 ottobre 2008.

Fortis holding nel febbraio 2009 era così composta:

- 1 - Fortis insurance Belgium detenuta al 100%;
- 2 - Fortis Insurance International detenuta al 100%;
- 3 - Liquidità;

Fino a che non ci fosse stato un nuovo accordo tra le parti o una decisione giudiziaria, Fortis restava nella situazione raggiunta in seguito agli accordi del 10 ottobre.

Le attività olandesi restavano quindi in mano allo Stato olandese e Fortis Banque Belgium, restava di proprietà dello Stato belga.

Per quanto riguardava gli attivi tossici invece, sarebbero dovuti restare a Fortis Banque Belgium.

## **ASSEMBLEA AZIONISTI FEBBRAIO 2009**

Arrivò quindi il giorno dell'assemblea, l'11 febbraio 2009.

Confermando i timori della vigilia, nonostante le modifiche apportate, gli azionisti di Fortis rifiutarono l'accordo di nazionalizzazione-salvataggio-vendita che lo scorso ottobre aveva evitato il fallimento al colosso bancario e assicurativo Fortis, bocciando la cessione a BNP Paribas del 75% delle attività bancarie in Belgio e di parte di quelle assicurative.



Fu inoltre rigettato il passaggio allo stato olandese delle attività bancarie di loro competenza.

Per risposta, il titolo Fortis in borsa perse quasi il 10%, mentre BNP scese quasi del 3%.

Certamente la situazione per il gruppo belga si fece molto delicata, soprattutto tenendo conto delle forti necessità di liquidità.

Pochi giorni dopo, lo spettro di azioni giudiziarie in seguito al rifiuto degli azionisti dell'accordo fra stato e BNP, resero l'azione Fortis molto rischiosa.

Nonostante nei giorni precedenti all'assemblea i rappresentanti dello stato belga e del management di Fortis avessero evocato scenari negativi in caso un rifiuto alla vendita da parte degli azionisti, al fine di influenzare il voto in favore della cessione delle attività a BNP, gli azionisti di Fortis votarono contro.

BNP a quel punto si sarebbe trovata in difficoltà, in quanto contava sulle attività di Fortis per migliorare la solidità finanziaria, che si presentava nel periodo molto inferiore alla media europea.

Il management quindi, poteva essere costretto ad aumentare il capitale in condizioni molto sfavorevoli per gli azionisti.

Negli ultimi mesi del 2008, BNP Paribas aveva registrato perdite record nel settore banca d'investimento: alla fine di settembre il risultato ante imposte era positivo per 879 milioni, mentre nei due mesi successivi era sceso ad un negativo di 710 milioni di dollari.

Quindi il gruppo in un paio di mesi dallo scoppio della crisi aveva registrato una perdita di circa un miliardo e mezzo di dollari, che la rendeva in quel momento molto vulnerabile.

In particolare analizzando il verbale (in cui troviamo riportata una percentuale di votanti intorno al 20% sul totale delle azioni) vediamo che:

- la proposta di approvazione della cessione del 100% delle azioni di Fortis Bank Nederland (Holding) NV, Fortis Verzekeringen Nederland NV e Fortis Corporate Insurance NV allo Stato olandese ottenne il 43% di voti favorevoli e il 57% di contrari, venendo di conseguenza rigettata.

Fortis tuttavia continuava ancora ad essere vincolata dagli accordi stipulati con lo Stato olandese.

- La proposta di approvazione della vendita del restante 50% + 1 azione di Fortis Banque SA / NV, ottenne il 49.7% di voti favorevoli e il restante 50.3% di contrari, venendo pertanto anch'essa rigettata.

Un voto positivo a tale proposta avrebbe significato l'approvazione da parte degli azionisti della vendita di 50% + 1 azione di Fortis Banque allo Stato belga, consentendo in tal modo ad esso di poter trasferire poi queste azioni a BNP Paribas.

- Non venne infine votato sul terzo punto citato in precedenza, in quanto era prerequisito per poter procedere con la votazione di questo punto, un voto favorevole sul punto precedente.

Tale mozione riguardava l'approvazione da parte degli azionisti della vendita del 10% delle azioni di Fortis Insurance Belgium a BNP Paribas, nonché le altre modifiche al Protocollo d'Accordo iniziale tra cui:

- la continuità degli accordi per la distribuzione dei prodotti assicurativi di Fortis Insurance Belgium attraverso la rete Fortis Banque,
- il finanziamento della SPV da parte di Fortis per un importo ridotto a 1 miliardo di euro,
- il nuovo accordo sulle Cashes descritto in precedenza
- e l'opzione call in favore di Fortis in relazione alla Azioni BNP Paribas detenute dallo Stato belga).

Le parti dunque furono costrette nuovamente a sedersi al tavolo delle trattative per cercare un nuovo accordo.

## **NUOVO ACCORDO**

Il nuovo accordo, datato 12 marzo 2009, fu approvato dall'assemblea generale degli azionisti Fortis, tenutasi il 27 e 28 aprile 2009 rispettivamente nelle sedi di Ghent (Belgio) per Fortis SA/NV, e di Utrecht (Olanda) per quanto riguardava Fortis NV.

In tale occasione gli azionisti votarono in favore della transazione con lo Stato belga e BNP Paribas.

In base a tale accordo, che risulterà anche essere in seguito anche quello definitivo, il gruppo francese avrebbe acquisito il 75% di Fortis Banque SA//NV, mentre quest'ultima avrebbe acquisito il 25% di Fortis Insurance Belgium.

In tale occasione il membro del CEO di Fortis Karel De Boeck commentando i risultati disse: "siamo onorati che gli azionisti abbiano approvato le transazioni proposte, le quali sono le migliori soluzioni possibili per il gruppo, e quelle che permetteranno di continuare ad operare con fiducia per il futuro. (...) La priorità

ora è ricostruire la fiducia del mercato nei nostri confronti il più rapidamente possibile grazie ai risultati. Non stiamo perdendo tempo nella definizione di una dettagliata strategia futura, e sappiamo che la maggioranza degli azionisti è con noi”.

Con tali parole si intendeva mostrare a tutti gli stakeholders che Fortis guardava dritta ai risultati nel breve termine per recuperare la solidità finanziaria, e la fiducia del mercato necessaria a costruire e raggiungere i target di lungo periodo.

In seguito a tale voto, il successivo 12 maggio, Fortis Holding, lo Stato belga (attraverso la controllata SFPI), Fortis Banque e BNP Paribas, chiusero la transazione che fu annunciata il marzo precedente.

Gli elementi chiave di tali accordi furono i seguenti:

- la vendita del 25% + 1 azione di Fortis Insurance Belgium a Fortis Banque per 1.375 miliardi di euro.

Tale operazione generò un guadagno in conto capitale approssimativo di 0.7 miliardi, che furono inclusi nei risultati del secondo trimestre 2009 di Fortis Holding.

Fu inoltre garantita la continuazione dell'esistente accordo tra FIB e Fortis Banque almeno fino alla fine del 2020;

- L'acquisizione di una parte del portafoglio di crediti strutturati di Fortis Banque da parte di Royal Park Investment (RPI) SA/NV:

l'accordo del marzo precedente, permise il finanziamento della SPV da parte di RPI, al fine di permettere ad essa l'acquisizione di una parte dei crediti strutturati di Fortis Banque.

Il portafoglio fu acquisito per il prezzo di 11.7 miliardi di euro.

Tale prezzo teneva in considerazione i rimborsi e il le fluttuazioni del tasso di cambio tra il 31 agosto 2008 ed il 30 aprile 2009.

Il face value corrente (nominale meno rimborsi) del portafoglio ammontava a 20.5 miliardi di euro.

Fortis Holding aveva una partecipazione del 44.7% in Royal Park Investment, per una somma di 760 milioni.

Gli altri azionisti di RPI erano lo Stato belga attraverso la SFPI (43.5%) e BNP Paribas (11.8%).

Il rimanente del finanziamento di RPI fu fornito in forma di debito da Fortis Banque e BNP Paribas;

- Il prestito di 1 miliardo fornito da Fortis Banque in favore di Fortis Holding:

Fortis Banque rese disponibile il prestito di 1 miliardo di euro a Fortis Holding in due tranche: una prima tranche da 760 milioni di euro, che doveva essere usata da Fortis Holding per rifinanziare l'investimento effettuato in RPI; e una seconda tranche da 240 milioni che Fortis Holding poteva usare per altri scopi generali durante i 4 anni di durata del prestito.

Il prestito venne fornito a condizioni conformi con il mercato.

In aggiunta tale prestito venne garantito a Fortis Banque dallo Stato belga;

- Una Call option in favore di Fortis Holding garantita dalla SFPI, connessa al prezzo delle azioni BNP Paribas:

Fortis holding beneficiò di un'opzione call legata alle azioni BNP Paribas acquisite dalla SFPI, con prezzo di esercizio 68 euro, esercitabili anche prima della scadenza (9 ottobre 2016), ma non prima del 10 ottobre 2010;

- Il meccanismo di pagamento degli interessi basato sul valore della Relative Performance Note come spiegato precedentemente nel nostro lavoro, con lo Stato belga a fornire su tale meccanismo una garanzia.

Alla data del closing, l'ammontare di riferimento della RPN per il calcolo degli interessi dovuti era di 137 milioni di euro, che avrebbero dovuto essere versati da Fortis Holding a Fortis Banque.

Alla chiusura di queste transazioni risultò in crescita di approssimativamente 700 milioni di euro di utile netto attribuibile agli azionisti Fortis.

Sapendo che l'utile netto attribuibile agli azionisti era di 6.8 miliardi alla fine di dicembre 2008, ne risultava una posizione finanziaria netta di 7.5 miliardi (escludendo i possibili impatti della RPN, dell'opzione call sulle azioni BNP Paribas e dell'investimento nella RPI).

La chiusura delle transazioni ebbe un impatto positivo di 600 milioni di euro nella posizione netta di tesoreria, riflettendo l'impatto positivo della vendita del 25% + 1 azioni di Fortis Insurance Belgium e l'investimento nella RPI.

La posizione netta di tesoreria a dicembre 2008 era di 2 miliardi.

Tenendo conto di una iniezione di liquidità di 300 milioni in Fortis Insurance International avvenuta nel primo trimestre 2009, al fine di eliminare il leverage, e contando il prestito di un miliardo fornito da Fortis Banque, la posizione netta di tesoreria di Fortis Holding a seguito delle transazioni sopra descritte ammontava a 3.3 miliardi.

La chiusura delle transazioni includeva anche l'acquisizione del 54.5% di Fortis Banque da parte dello Stato belga.

A riguardo del finanziamento della SPV, seguendo il protocollo d'accordo del 10 ottobre 2008, tale veicolo contenente i crediti strutturati di Fortis Banque fu incorporato il 20 novembre 2008 sotto il nome di Royal Park Investment SA/NV (RPI).

Tale portafoglio fu acquisito come detto, per un prezzo di 11.7 miliardi di euro.

Tale prezzo teneva conto dei rimborsi e dei movimenti del tasso di cambio tra fine agosto 2008 e fine aprile 2009.

Il face value del portafoglio era 20.5 miliardi.

Il portafoglio venduto da Fortis Banque a RPI comprendeva oltre quanto concordato in ottobre 2008, anche linee addizionali per 2 miliardi.

Per finanziare l'acquisto del portafoglio, le parti contribuirono all'equity della SPV in aggregato per 1.7 miliardi, dei quali:

- 760 milioni da parte di Fortis (44.7%),
- 740 milioni (43.2%) da parte dello Stato belga per mezzo della SFPI, e
- per 200 milioni (11.8%) per conto di BNP Paribas.

Il rimanente fu fornito in forma di debito per 10 miliardi (basato sui tassi correnti al 30 aprile 2009).

Tale debito era composto da una tranche super senior e da una senior.

La prima tranche, di circa 5 miliardi, consisteva in un prestito rinnovabile fornito da Fortis Banque con un tasso di interesse IBOR (Internal Bank Offered Rate) più un mark up di 20 punti base.

Le attività di RPI servivano come garanzia per il prestito super senior.

Tutti proventi finanziari derivanti dalle attività in portafoglio dovevano essere applicato in via prioritaria al rimborso del prestito super senior.

Tale prestito doveva essere rimborsato per intero in un periodo di 4 anni.

Siccome il debito era comprensivo di più valute, per attenuare i rischi dell'oscillamento di tali valute, il prestito fu diviso in sotto-prestiti sulla base dei cash flow attesi in ciascuna valuta (4.3 miliardi di dollari, 1.05 miliardi di euro, 0.5 miliardi di sterline e 21 milioni di dollari australiani).

La tranche di debito senior, per i restanti 5 miliardi, era composta da un prestito da BNP Paribas (10%) e dal programma di emissione di Commercial Paper (90%) attraverso cui RPI doveva attirare finanziamenti da investitori istituzionali.

Il programma beneficiò di una garanzia da parte dello Stato belga e di un impegno di sottoscrizione da parte di Fortis Banque al tasso IBOR.

Questo significava che nel caso tale programma avesse fallito nell'attrarre sufficiente supporto dagli investitori, prima Fortis Banque e in seconda battuta lo Stato belga sarebbero intervenute.

La porzione di BNP Paribas del prestito senior aveva un interesse dell'IBOR più un margine uguale alla garanzia caricata dallo Stato belga di 70 punti base.

Considerato che il programma di emissione di Commercial Paper doveva entrare in funzione in un periodo di 3-4 mesi, Fortis Banque fornì un prestito temporaneo prezzato al tasso IBOR, che beneficiò anch'esso della garanzia governativa.

Il portafoglio acquisito aveva quindi un valore nominale di 20.5 miliardi e un valore di cessione di 11.7 miliardi di euro (usando i tassi al 30 aprile e tenendo conto dei rimborsi effettuati).

La differenza fra il prezzo di acquisizione di 11.7 miliardi ed il precedente di 11.4 miliardi si spiega con cambiamenti nei tassi di cambio tra agosto 2008 ed aprile 2009.

## **APPROVAZIONE ACCORDO DA PARTE DI BNP PARIBAS**

L'accordo appena descritto fu formalmente approvato dal CdA di BNP Paribas il 12 maggio 2009.

Tale operazione venne remunerata mediante l'emissione di 88.235.294 azioni ordinarie BNP Paribas in favore della SFPI.

L'assemblea degli azionisti BNP Paribas seguente del 13 maggio, oltre che della parte ordinaria riservata all'approvazione del bilancio 2008 e della relativa distribuzione dell'utile, e della rinomina di alcuni amministratori, fra i quali il presidente del CdA Michel Pebereau, era chiamata a votare sulle seguenti mozioni straordinarie:

- Il conferimento in natura di azioni di Fortis Banque SA dalla società SFPI a BNP Paribas:

Gli azionisti, dopo aver preso conoscenza che il Consiglio di Amministrazione, approvò il conferimento in natura da SFPI a BNP Paribas di 263.586.083 azioni (rappresentanti il 54,55% del capitale sociale e dei diritti di voto) di Fortis Banque e registrato il completamento di tale contributo ed il relativo aumento di capitale, approvò l'apporto in natura dalla SFPI a BNP Paribas di 98.529.695 azioni di Fortis Banque e in cambio l'emissione in favore della SFPI di 32.982.760 azioni BNP

Paribas del valore nominale di 2 euro ognuna, seguito da un aumento di capitale per un importo di 65.965.520 euro.

Decise che le nuove azioni da emettere in considerazione per il contributo delle azioni ordinarie sarebbero state trattate a tutti gli effetti come le attuali azioni BNP Paribas, e i titolari saranno stati soggetti agli stessi obblighi e diritti (compreso il diritto al dividendo distribuito per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2008).

Fu deciso inoltre che la differenza fra il valore reale delle azioni di Fortis Banque apportate (cioè 2.242.827.680) e il montante dell'aumento di capitale sociale per remunerare tale apporto (ovvero 65.965.520) cioè la somma di 2.176.862.160, sarebbe stata iscritta in un conto di conferimento premio sul quale avranno diritti gli azionisti vecchi e nuovi di BNP e sul quale sarebbero state imputate: tasse, dazi, imposte e oneri per aumenti di capitale, l'importo necessario per finanziare la riserva legale per portare il decimo del nuovo capitale risultante dall'operazione contributo e l'importo necessario per la ricostruzione di tutte le riserve regolamentari o disposizioni.

- Apporto in natura delle azioni della società Banque Generale du Luxemburg SA (BGL) (ex Fortis Banque Luxemburg):

L'assemblea generale degli azionisti, dopo aver preso conoscenza del rapporto del CdA, ed essendo stata informata che il Consiglio di Amministrazione, ha approvato il conferimento in natura da SFPI a BNP Paribas di 263586083 azioni (54,55% del capitale sociale e dei diritti di voto) di Fortis Banque e registrato il completamento di tale contributo ed il relativo aumento di capitale, approvò l'apporto in natura dal Gran Ducato del Lussemburgo a BNP a BNP Paribas di 4.540.798 azioni, corrispondenti al 16.57% della banca generale del Lussemburgo (BGL) e in cambio l'emissione a favore del Gran Ducato del Lussemburgo di 11.717.549 azioni BNP Paribas del valore nominale di 2 euro ognuna seguito dall'aumento di capitale sociale per il valore di 23.435.098 euro.

Fu deciso, come per la mozione precedente, che la differenza tra il valore delle azioni BGL apportate e l'aumento di capitale per remunerarle ovvero la somma di

773.358.234 euro fu iscritto in un conto nel quale avevano diritti gli azionisti nuovi e vecchi di BNP Paribas e sul quale potevano essere imputate tasse, dazi, imposte e oneri per aumenti di capitale, l'importo necessario per finanziare la riserva legale per portare il decimo del nuovo capitale risultante dall'operazione contribuito e l'importo necessario per la ricostruzione di tutte le riserve regolamentari o disposizioni.

Infine fu approvato il contributo a BNP Paribas da parte dello Stato del Lussemburgo di un'ulteriore 0.69% delle azioni e dei diritti di voto di BGL, pagato con la cessione di 500.000 azioni ordinarie BNP Paribas.

A seguito di tali operazioni la situazione era la seguente:

- lo Stato belga deteneva, attraverso la SFPI, il 9.83% delle azioni e l'11.6% dei diritti di voto di BNP Paribas, più il 25% + 1 azione di Fortis Banque;
- il Granducato del Lussemburgo deteneva il controllo dello 0.99% delle azioni e l'1.2% dei diritti di voto di BNP Paribas, oltre al 34% di BGL;
- BNP Paribas controllava il 74.93% delle azioni di Fortis Banque e il 16.57% più lo 0.69% del capitale di BGL in aggiunta del 50.1% detenuto da Fortis Banque.

In tal modo Fortis Banque entrò a tutti gli effetti a far parte del Gruppo BNP Paribas, che in tal modo diventò la prima realtà bancaria per depositi della zona euro, superando i 540 miliardi.

Il mercato retail del Gruppo si estendeva da quel momento di conseguenza a quattro Paesi fondatori dell'UE: Belgio, Francia, Italia e Lussemburgo.

A questo punto Fortis Banque prese il nome di "BNP Paribas Fortis", e il gruppo francese raggiunse nel suo complesso 205000 dipendenti.

Tale strategia era pienamente in linea con gli obiettivi del gruppo francese e avrebbe permesso di offrire in Europa il proprio modello di banca integrata.

Fortis invece rimase attiva solamente con l'attività assicurativa: cambiò il proprio nome in Ageas, dopo che il proprio brand fu acquisito da BNP Paribas.

Il direttore generale di BNP Paribas Baudoin Prot, commentando l'operazione dichiarò che il gruppo francese era pienamente consapevole della responsabilità



intrapresa nei confronti dei clienti privati, delle imprese e delle istituzioni, dei dipendenti e delle economie dei Paesi interessati.

I primi incontri tra le squadre di lavoro nell'immediato post acquisizione per il completamento dell'integrazione riflettevano secondo il management una forte volontà di lavorare insieme, e l'operazione avrebbe creato valore per gli stakeholders.

La professionalità dei dipendenti Fortis unito al know how di BNP Paribas in materia di integrazione dovevano essere fattori critici di successo per l'operazione.

## **CAPITOLO 7**

### **IL POST ACQUISIZIONE**

#### **IL PROGETTO INDUSTRIALE**

Il progetto industriale doveva permettere secondo le previsioni di implementare il gruppo bancario numero uni in Europa, con un bacino di 4 mercati domestici nella banca al dettaglio e una quantità di depositi superiore ai 540 miliardi.

Il gruppo francese mirava ad estendere in Belgio e Lussemburgo il proprio modello integrato nella banca al dettaglio, e sviluppare inoltre il settore bancassurance, grazie alla partnership con Fortis Insurance Belgium.

BNP Paribas inoltre confermava la propria intenzione di collocare più centri decisionali nei due nuovi Paesi.

Il nuovo gruppo avrebbe disposto di una maggiore dimensione nell'asset management e nel private banking, con un totale di oltre 600 miliardi di euro di attivi di gruppo, una posizione di leader di mercato in Belgio, Lussemburgo e Francia, una copertura completa nell'Europa Occidentale nella gestione patrimoniale, oltre a un posizionamento chiave in Asia e Nord America.

Infine per quanto riguardava il settore finanziamenti e investment banking, il gruppo nel suo insieme avrebbe disposto di una larga base di imprese a cui concedere finanziamenti, e avrebbe continuato ad adattare la propria strategia per sul nuovo ambiente competitivo, secondo un modello orientato al cliente ed una politica di riduzione del rischio e accurato allocazione del capitale investito.

Per quanto riguarda clienti e dipendenti, l'acquisizione di Fortis Banque doveva mettere termine ad un lungo periodo di incertezze.

Il progetto proposto doveva permettere a Fortis Banque di ritrovare rapidamente la capacità di servire l'economia belga e lussemburghese nelle migliori condizioni, grazie ad un accesso privilegiato alla liquidità.

Le imprese di Belgio e Lussemburgo sarebbero sempre seguite da vicino da Fortis Banque nel territorio, con l'appoggio e linee guida di BNP Paribas.

Allo stesso modo i clienti privati avrebbero potuto beneficiare dell'ampliamento della gamma di prodotti offerti, appartenendo ad un gruppo bancario di livello mondiale.

## **IMPATTI FINANZIARI**

Tenuto conto di tutti questi fattori, il coefficiente di solvibilità ratio tier 1 di gruppo, di BNP Paribas, avrebbe dovuto rimanere stabile in seguito alla transazione.

L'operazione avrebbe dovuto nelle stime dare risultati positivi a partire dall'anno successivo.

## **CONSEGUENZE**

Di Fortis quindi restava ben poco, con le sue azioni che restavano comunque quotate: essa da quel momento in avanti fu un'entità indebitata per 7 miliardi alla testa di una compagnia di assicurazione al di fuori del Benelux (Fortis Insurance International) e di un capitale di 14.4 miliardi con cui dovrà in base all'accordo stipulato con Paribas, acquistare il 66% delle attività di rischio allocate all'interno della SPV al prezzo di 6.86 miliardi.

Il rischio legato alla crisi dei subprime, le perdite e svalutazioni restavano quindi per due terzi a carico degli azionisti di Fortis, mentre il resto, come detto in precedenza, fu ripartito tra lo Stato belga (24%) e BNP Paribas (10%).

L'andamento del titolo Fortis quindi dipendeva quindi quasi esclusivamente dall'andamento del valore di questo portafoglio di rischio.

L'operazione, secondo le prospettive di allora, sembrava sicuramente giovare a BNP Paribas.

Tuttavia la situazione economica generale poteva non essere di aiuto all'operazione, soprattutto nel breve termine.

L'acquisizione di Fortis, rappresentava per il gruppo francese un buon investimento, in quanto permise ad esso di entrare da protagonista mercato belga, che divenne a questo punto terzo mercato del gruppo per estensione dopo Francia ed Italia.

Nonostante fosse un mercato maturo dal punto di vista bancario, l'entrata nel mercato belga portò un incremento nella raccolta, superando in tal modo i 550 miliardi di euro di depositi.

Questa liquidità poteva permettere al gruppo di essere più indipendente dai costosi mercati finanziari per il proprio finanziamento e di migliorare la propria solvibilità.

Questa operazione inoltre non comportava all'apparenza grossi rischi aggiuntivi, in quanto BNP acquisiva solo il 10% dei crediti strutturati racchiusi nel veicolo SPV, non aumentando così di molto la sua esposizione complessiva a tali attività di rischio.

## **PIANO DI INTEGRAZIONE**

A fine novembre 2009, i sindacati e la direzione di BNP Paribas Fortis si accordarono, per garantire ai 18000 lavoratori dell'ex Fortis Banque un contratto fino al 2012, con una opzione per l'anno successivo.

La settimana successiva sarebbe stato firmato il nuovo accordo con i lavoratori, in concomitanza dell'atteso piano di integrazione.

Il piano di integrazione di BNP Paribas con la nuova controllata Fortis, fu annunciato i primi di dicembre del 2009.

Tale piano, che includeva i successivi 3 anni, passava per una profonda riorganizzazione delle attività e del personale della banca.

Fortis Banque nel 2000 contava circa 37000 lavoratori, dei quali 18000 tra Belgio e Francia.

L'integrazione con il gruppo francese andava oltre la semplice aggiunta di una nuova banca retail, ma aveva un impatto notevole sul gruppo nel suo insieme, tanto che tale piano aveva richiesto il considerevole numero di 340 gruppi di lavoro.

Nel contratto di acquisizione firmato con Fortis Holding e lo Stato belga nei mesi precedenti, BNP Paribas si impegnava a spostare diversi centri di decisione in Belgio.

Ovviamente i settori Private Banking, Asset Management, Corporate Finance and investment di Fortis, dovevano essere riorganizzati in linea con le specifiche di BNP Paribas.

L'attività del ramo di Fortis Banque del controllo industriale, che impiegava 151 dipendenti, fu fusa con la corrispondente di BNP il primo gennaio 2010.

L'integrazione secondo le stime del management doveva portare sinergie per 500 milioni, ma secondo molti analisti di mercato tale cifra sarebbe potuta essere molto superiore.

In Francia fu prevista la chiusura di un numero tra i 40 e i 60 filiali di Fortis, inclusi tutti i 20 centri commerciali.

I sindacati chiesero che per tutti i dipendenti delle filiali chiuse fosse assegnato un nuovo posto di lavoro all'interno del gruppo, limitando al minimo i licenziamenti. L'integrazione secondo le previsioni del management di BNP Paribas, doveva portare a circa 800 tagli di posti di lavoro in tre anni.

Dovevano svanire 2000 funzioni di struttura, che avrebbero dovuto essere parzialmente compensate da 700 nuovi posti di lavoro nel settore commerciale, di cui 550 relativi a nuove piattaforme.

I dipendenti più a rischio erano quelli dell'ex Fortis Banque, in quanto secondo i rappresentanti di BNP Paribas, avrebbero potuto avere difficoltà a trovare una posizione equivalente e quella occupata in precedenza.

Secondo stime di fine 2009, l'integrazione fra le due realtà doveva portare a 900 milioni di euro di sinergie annue, l'80% in più delle stime pubblicate nel mese di maggio immediatamente dopo l'acquisizione.

Tali sinergie includevano una riduzione dei costi per 850 milioni a regime in 3 anni, grazie alla realizzazione di economie di scala e alla razionalizzazione delle attività, tra cui i sistemi informativi, servizi, acquisti e le già citate risorse umane.

Per il 2010 furono stimati risparmi di 300 milioni, 600 nel 2011 e i suddetti 850 del 2012.

Per quanto riguarda gli sviluppi strategici, si parlava di una ri-focalizzazione della controllata BNP Paribas Fortis sul proprio core business, e la riduzione del numero delle sue attività rischiose.

A tal proposito il management della controllata belga propose la vendita di attività inglesi, americane ed asiatiche a BNP Paribas, e ricreare una banca belga focalizzata sui clienti belgi.

Tale frase fu pronunciata da Peter Vandekerckove, capo della divisione private banking e banca al dettaglio di BNP Paribas Fortis.

Per fare ciò, la banca intendeva adottare un marchio comune, accelerando il ritmo degli investimenti di ammodernamento, con l'obiettivo di diventare il referente principale per i clienti privati e i servizi business in Belgio.

Un altro dei principali obiettivi fu lo sviluppo del settore private Banking, in modo tale da poter competere con i grandi operatori del settore (come ad esempio KBC e Dexia).

Solo per il Belgio, si riteneva di poter raggiungere sinergie per 124 milioni, di cui 93 per le attività legate al segmento retail e private Banking, mentre i restanti 31

milioni dal segmento banca commerciale, rivolto alle imprese e al settore pubblico, anche grazie al cross selling.

Per quest'ultimo settore si puntava a competere con Dexia, che era in quel momento il leader di mercato.

Per quanto riguarda l'aggregato di gruppo in Europa (Belgio, Lussemburgo, Francia e Italia), si stimava di poter disporre di sinergie intorno ai 250 milioni nel settore retail, derivanti dall'ottimizzazione delle reti informatiche, compresa la gestione dei clienti.

Nel settore investment Banking invece, le sinergie stimate erano oltre i 350 milioni, relative all'integrazione delle attività di Fortis Merchant Banking sulla piattaforma globale di Corporate e investment Banking di BNP Paribas.

La divisione - soluzioni finanziarie - doveva invece portare intorno ai 130 milioni di sinergie grazie alla combinazione delle competenze di gestione.

Altri 150 milioni dovevano arrivare dalle altre funzioni.

Come a questo punto spiegare la differenza di sinergie attese, a pochi mesi di distanza dall'acquisizione?

I dirigenti di BNP dissero che al momento dell'acquisizione vi era un elevato rischio di liquidità per Fortis, quindi le stime erano state appositamente molto conservative.

Tale commento può essere sicuramente considerato veritiero, ma potrebbe non essere la sola ragione della differenza.

In particolare, ci viene naturale pensare che le stime potrebbero essere tenute consapevolmente al ribasso da BNP Paribas al fine di non innalzare eccessivamente il prezzo di acquisizione.

## **OBIETTIVI POST FUSIONE**

L'attuazione della fusione, consentiva a Fortis Banque e BNP Paribas di costruire un nuovo leader globale in Europa, il cui scopo principale è quello di sostenere l'economia reale: credito ai privati e le imprese, gestione del risparmio, il finanziamento di grandi progetti ed esportatori di sostegno.

BNP Paribas ribadiva inoltre il proprio impegno nei confronti delle economie belga e lussemburghese.

All'interno di BNP Paribas, Fortis Banque restava una banca a servizio completo.

L'insieme dei centri di decisione sui clienti belga e lussemburghesi rimaneva al livello locale.

BNP Paribas ribadì il suo impegno per avere, in futuro, alcuni centri di competenza europeo o mondiale con sede in Belgio e Lussemburgo.

Il problema occupazionale legato alla riconciliazione doveva essere limitato.

L'impatto di Fortis sul gruppo BNP Paribas sembrava essere da subito positivo.

Le operazioni BNL e Fortis resero più equilibrato le attività del gruppo sul piano geografico, dove la percentuale di ricavi derivante dalle attività in Francia era scesa al 45%, contro il 70% di 10 anni prima.

Prima dell'affare Fortis i ricavi di BNP Paribas erano così diversificati:

- il 40% derivanti dalla banca al dettaglio, 31% dalla banca d'investimento;
- 17% dalla gestione degli attivi;
- 12% dal credito al consumo.

Con l'acquisizione del gruppo belga i ricavi si modificarono in tal modo:

- si rafforzò nella banca al dettaglio (56%)
- diminuì la dipendenza dalla banca d'investimento, attività per sua natura molto più volatile e rischiosa (27%)
- la parte restante era suddivisa fra credito al consumo e gestione degli attivi.

Questo doveva rendere più stabile il gruppo, anche se in futuro, considerato il fatto che il mercato bancario è saturo sia in Belgio che negli altri Paesi europei in cui BNP è presente, i miglioramenti di redditività dipenderanno sempre meno dall'aumento dei ricavi e sempre più dalla diminuzione dei costi.

L'acquisizione di Fortis sembrava essere convincente per alcune ragioni.

Prima cosa, perché dopo l'Italia, BNP entrava in un mercato relativamente sano come quello belga, diventando anche leader.

Inoltre grazie a Fortis aumentava il bacino di depositi da cui attingere per autofinanziarsi, a tassi più bassi rispetto a quelli offerti dal mercato.

## **RISULTATI PARZIALI FORTIS-BNP PARIBAS 2009**

Presentazione dei risultati consolidati primo semestre 2009 di Fortis Banque SA/NV (quella che successivamente sarà chiamata BNP Paribas Fortis), e sono comprensivi del contributo di BNP Paribas dal mese di maggio.

Nel periodo la banca belga cedette una parte del proprio portafoglio di rischio come previsto dal Protocollo di Accordo, il che diede un impatto positivo sui risultati.

Per via della sua integrazione all'interno del gruppo BNP Paribas, ma anche per rispondere alla mutata situazione dei mercati finanziari e della situazione economica mondiale, la nuova entità "BNP Paribas Fortis" parzialmente modellò i propri principi contabili, le stime, le classificazioni le metodologie e i parametri utilizzati per la valutazione e la misurazione delle attività e passività, in base ai parametri applicati da BNP Paribas.

Il confronto con i dati del primo semestre del 2008 ci sembra del tutto irrilevante, in quanto l'azienda ha una struttura completamente diversa a seguito delle operazioni poste in atto nei mesi precedenti.

La rinforzata struttura finanziaria della banca attirò nuova raccolta.

La perdita nel primo semestre 2009 fu limitata a 17 milioni di euro, per un utile netto di base di € 93 milioni, grazie anche alla ripresa delle attività commerciali.

Il coefficiente Ratio Tier 1 aumentò al 12.1%, grazie al miglioramento della liquidità (o solvibilità?) con il ritorno della fiducia sui mercati.

## **RISULTATI FINALI 2009 BNP PARIBAS**

L'utile netto di gruppo di 5.8 miliardi confermò la buona potenzialità dell'integrazione con Fortis Banque.

In un contesto caratterizzato da una congiuntura economica negativa, ma anche dal ritorno dei clienti verso il mercato dei capitali, il gruppo realizzò nel complesso una buona performance, generando un utile netto in forte rialzo rispetto al 2008 (che ammontavano a circa 3 miliardi), ma comunque ben al di sotto dei livelli pre-crisi (7.8 miliardi di euro nel 2007).

Il Gruppo generò un margine di intermediazione netto di 40 191 milioni, 46,8 % in più rispetto al 2008.



I costi operativi ammontano a 23.340 milioni di euro (+ 26,8% rispetto al 2008), il margine operativo lordo, a 16.851 milioni di euro, con un incremento dell' 87,7% rispetto al 2008.

Questa buona performance operativa consentì al Gruppo di assorbire il nuovo aumento del costo del rischio (+ 45,5% a 8.369 milioni di euro).

Il rendimento del capitale proprio fu del 10,8%, contro il 6,6% nel 2008 e 19,6% nel 2007.

L'utile per azione era pari a 5,2€ contro i 3,0 euro del 2008 (ovvero un incremento del 74%).

Tali risultati secondo il management del gruppo, illustravano la capacità di crescita e di creazione di valore del Gruppo stesso.

## **PRIMO RICORSO AZIONISTI FORTIS**

L'8 dicembre 2009 il tribunale commerciale di Bruxelles respinse la richiesta della maggior parte dei ricorsi presentati dai 2400 azionisti di minoranza di Fortis, contro BNP Paribas e gli Stati Belgio e Olanda.

Tali azionisti erano convinti che lo smantellamento di Fortis deciso in aprile avvenne a condizioni per loro troppo svantaggiose, reclamando l'annullamento della cessione, o in alternativa un risarcimento danni di 9 euro per azione.

Avevano inoltre sollecitato l'applicazione di misure provvisorie, in attesa della decisione definitiva, fra le quali:

- l'interdizione per Paesi Bassi e BNP Paribas di cedere gli attivi ereditati da Fortis;
- nomina di un amministratore ad hoc;
- interdizione per BNP Paribas dello smantellamento dei servizi essenziali per il funzionamento autonomo di Fortis Banque;
- mantenimento della denominazione Fortis Banque;
- sospensione delle risoluzioni dell'assemblea generale di Fortis Holding del 28 aprile 2009 riguardanti l'approvazione della cessione a BNP Paribas.

Su queste disposizioni si pronunciò la camera del tribunale del commercio di Bruxelles, sotto la presidenza di Patrice Libiez, respingendo tutte le richieste.

La ragione? I richiedenti rappresentavano solo lo 0.5% degli azionisti Fortis, mentre una buona parte del restante 99.5% aveva votato incontestabilmente a favore della vendita a BNP Paribas nel corso dell'assemblea generale tenutasi nell'aprile 2009.

Il tribunale inoltre aggiunse che adottare tali misure provvisorie, quindi di fatto congelare l'integrazione fra Fortis e BNP Paribas, avrebbe avuto irrimediabili e nefaste conseguenze per il futuro delle due banche coinvolte, mentre il danno subito dagli azionisti di minoranza era di natura pecuniaria, e di conseguenza riparabile anche successivamente.

Il tribunale si dichiarò non in grado di giudicare l'eventuale responsabilità del governo Olandese e della banca centrale dei Paesi Bassi.

Per quanto riguarda invece l'entità belga di Fortis, BNP Paribas e lo Stato belga, il tribunale giudicò le azioni degli azionisti "ammissibili".

Il giudice reputò che i soggetti sotto esame avessero un particolare e legittimo interesse ad agire.

La gravità della situazione quindi portò all'attuazione di tali interventi, unico modo possibile per provare a ristabilire la situazione di Fortis.

## **RICORSO AZIONISTI PER "COMUNICAZIONE INGANNEVOLE"**

Nel dicembre 2009, Deminor, l'azienda leader in Europa nella fornitura di servizi di tutela degli azionisti, nella tutela degli investitori sia privati che istituzionali e nel risarcimento danni per cattiva gestione aziendale, fu incaricata da un gruppo di azionisti di minoranza di Fortis, di procedere contro la stessa Fortis per comunicazione fuorviante (o ingannevole).

Fu effettuata per tale ragione un'azione di responsabilità davanti al tribunale del commercio di Bruxelles.

Il periodo in questione era quello che andava dal 29 maggio 2007 al 3 ottobre 2008, ovvero l'intera crisi di Fortis, e il fine era quello di ottenere il risarcimento per le perdite subite sulle azioni Fortis.

Il reclamo era in merito al fatto che, il management non avrebbe, secondo l'accusa, correttamente informato gli investitori in merito alla propria situazione finanziaria dopo l'acquisizione di ABN AMRO, fino alla crisi e al conseguente smantellamento del gruppo tra settembre e ottobre 2008.

Secondo l'accusa, Fortis al tempo dell'aumento di capitale del 2007 di 13 miliardi di euro per l'acquisizione da 24 miliardi di ABN AMRO, non solo non aveva quantificato la propria esposizione ai mutui subprime, che erano in quel periodo

già considerati molto rischiosi, ma aveva inoltre minimizzato l'impatto di tale rischio sul reddito netto.

Gli azionisti lamentarono che tale aumento di capitale fu effettuato quindi sulla base di informazioni inesatte, mentre erano convinti che il management fosse pienamente al corrente della reale situazione della banca.

In particolare erano a conoscenza dei 5 miliardi di esposizioni ai CDO, fra i quali 1.25 del tipo più vulnerabile, in quanto i primi a soffrire in caso di mancato rimborso dei mutui sottostanti.

La decisione sul ricorso in merito a tale questione è piuttosto recente, datata 29 luglio 2014 e pronunciata dalla corte d'appello di Amsterdam.

La corte d'appello reputò colpevole Fortis Banque di aver agito illegalmente contro gli investitori, fornendo informazioni ingannevoli ed insufficienti a riguardo della posizione finanziaria della società.

I messaggi fuorvianti ad avviso degli azionisti furono sostanzialmente i seguenti:

- Lunedì 29 settembre 2008, Fortis sul suo sito internet inviò un avviso ai propri addetti, con il seguente contenuto: "Grazie al supporto ottenuto dai Governi del Benelux, potremmo stabilizzare la nostra posizione finanziaria. (...) L'investimento è anche un segnale che i governi di Belgio, Olanda e Lussemburgo hanno fiducia nella redditività di Fortis a lungo termine. È importante sottolineare che questo investimento è una indicazione diretta di solidità finanziaria e la stabilità della nostra azienda. (...) Ci aspettiamo che le condizioni rimarranno difficili nel breve termine e che i mercati - non si riprenderà in fretta";
- Lo stesso giorno J. van Rutte, Presidente del Consiglio di Amministrazione di Fortis Bank Netherlands, in un messaggio ai dipendenti con scritto: "Gli ultimi giorni abbiamo attraversato un periodo difficile. Ieri, i governi belga, lussemburghese e olandesi hanno deciso di investire 11,2 miliardi di euro in Fortis, di cui 4 miliardi in Fortis Bank Netherlands (Holding) NV. Questo pone fine a una situazione di instabilità e può essere la base per ripristinare la fiducia nella nostra azienda ". "Le misure adottate dai governi belga, lussemburghese e olandese, mostrano fiducia in Fortis e una sicurezza per i clienti e gli stakeholders. Queste azioni, unite con la decisione di vendere le attività di ABN Amro, garantiscono la solidità finanziaria e la stabilità della nostra azienda anche in futuro";
- In un'intervista trasmessa dalla televisione belga il 29 Settembre 2008, Dierckx membro del CEO di Fortis, disse: "Sono convinto che il prezzo del titolo non

continuerà a diminuire. Non può essere che una società che ha un forte solvibilità e ancora forti flussi di entrate non abbia un prezzo di mercato che la riflette in modo adeguato";

- Lunedì, 29 Settembre 2008 lo Stato belga, sul sito del Ministero delle Finanze ([www.minfin.nl](http://www.minfin.nl)) ha inviato un messaggio con il contenuto seguente: "I problemi di Fortis sono risolti. Secondo il Ministero delle Finanze e la Banca Nederlandsche (DNB), le soluzioni adottate forniscono una solida garanzia per la tutela degli interessi dei correntisti e la stabilità finanziaria;
- In un'intervista ad un telegiornale nazionale, la sera dal 29 settembre 2008 il ministro delle Finanze ha detto, tra l'altro: "Fortis, come sempre detto, è essenzialmente una società sana. Tale società è ora resa ancora più sana perché tre Governi hanno dato garanzie. Ciò significa semplicemente che per tutti i clienti e risparmiatori a garanzia Fortis è dato che la banca continuerà ad adempiere ai propri obblighi. Eppure si vede che in realtà (...) sullo sfondo di tutta l'incertezza del mercato azionario non sembra sufficiente ad evitare almeno oggi calo ulteriore dei prezzi;
- Il 30 settembre del 2008, Fortis inviò una lettera ai suoi clienti, tra cui vi erano i seguenti contenuti: "Siamo lieti di comunicare che Fortis, grazie al forte sostegno governativo, è riuscita a consolidare la sua posizione finanziaria (...) L'investimento rafforza la solidità finanziaria e la stabilità della nostra azienda ".
- Sul sito del Ministero delle Finanze ha pubblicato lo Stato in data 30 settembre 2008, il seguente messaggio: "Sicurezza per i clienti Fortis: L'azione congiunta dagli olandesi, belgi e governi lussemburghese mira essenzialmente a creare certezza per i depositanti e clienti di Fortis;
- 2 ottobre: in una lettera ai suoi clienti di Fortis scrive: "grazie al sostegno dei governi dei tre paesi del Benelux ora siamo una società più forte che mai. Durante lo scorso fine settimana è stato portato a termine il rafforzamento della nostra stabilità finanziaria, la nostra prima priorità ".

Nella sentenza si legge infatti che dopo il primo intervento statale di fine settembre, il management attraverso comunicati stampa informò i mercati della propria ristabilita situazione finanziaria, mentre in realtà, secondo il giudice e gli azionisti di minoranza, sapeva che la situazione rimaneva molto delicata.

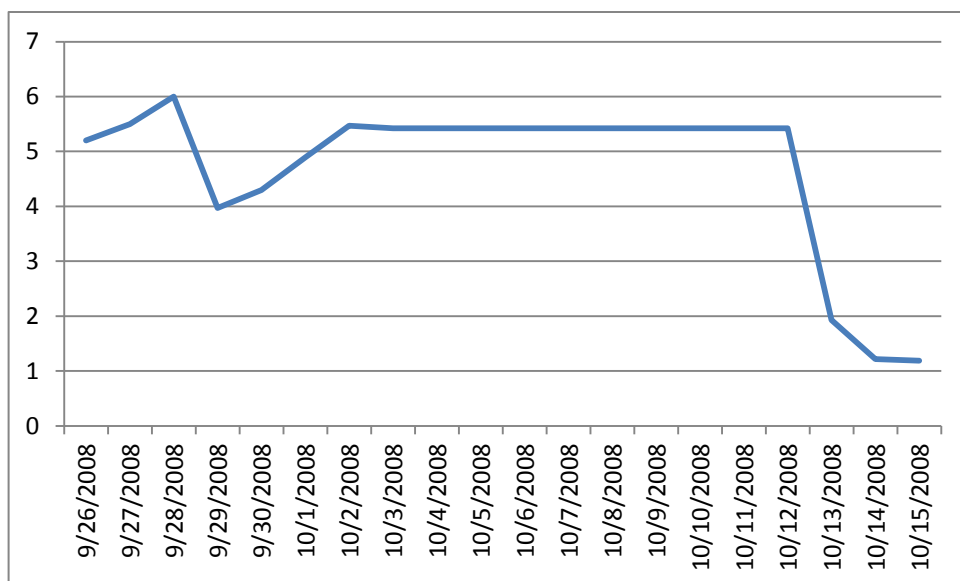
Di conseguenza avrebbe portato alcuni investitori ad acquistare o vendere azioni sulla base di informazioni fuorvianti, portandoli a subire danni.

Tale decisione va a danno di Ageas, successore legale di Fortis Banque, che in base al giudizio dovrebbe compensare le perdite subite dagli investitori a causa dell'illegitima condotta di Fortis Banque.

Va ricordato che tra la fine di maggio 2007 e la fine di settembre 2008, ovvero il periodo in cui non è coperto dalla decisione del Tribunale di Amsterdam, il prezzo delle azioni di Fortis aveva già perso più dell'80% del suo valore.

Tale decisione è senza dubbio forte, in quanto va ad affermare che il management di Fortis non ha "giocato" in modo leale nelle fasi più delicate delle discussioni, portando ad una possibile distorsione dei giudizi degli stakeholders.

Analizzando l'intervallo temporale in questione, vediamo dal grafico che il titolo Fortis incrementò la propria quotazione da 3.97 a 5.42 euro ad azione, per poi crollare la settimana successiva a meno di un euro.



Tale incremento prima del successivo crollo, risulta quantomeno sospetto, ma Comunque sia, Ageas presentò appello in corte suprema contro tale decisione.

A questo punto per la decisione definitiva potrebbero essere necessari anni.

Proponiamo alcuni punti di riflessione:

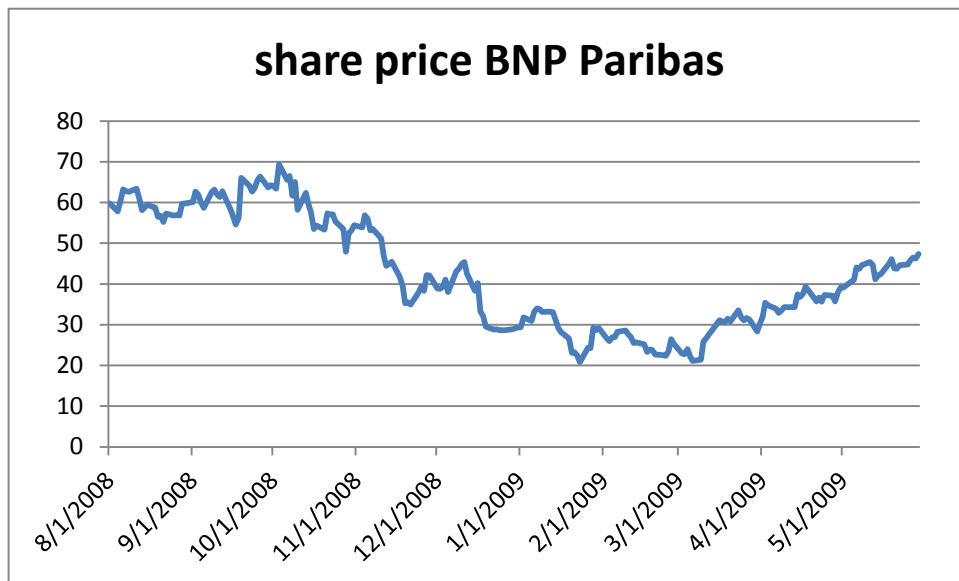
- gli investitori effettivamente subiscono danni? E se ne subiscono, come calcolarli?

- dal momento che molti fattori possono aver influenzato il corso azionario nel periodo, vi è un sufficiente rapporto di causa - effetto tra la fornitura di informazioni ingannevoli ed i danno sofferti dagli stakeholders?
- Nel caso venissero provati danni per gli azionisti, come indennizzarli?  
La questione in ogni caso è di difficile soluzione, e gli elementi a nostra disposizione non sono sufficienti a prendere una chiara posizione.  
I comunicati del management vanno sempre misurati attentamente, ancor più in momenti delicati come quelli trattati.  
In base a ciò che abbiamo sopra riportato, oltre che dal management di Fortis le comunicazioni fuorvianti sarebbero arrivate anche dai Governi coinvolti, quindi anche restringere la responsabilità alla sola Fortis sarebbe a nostro modo di vedere non sufficiente e accettabile.  
Ribadiamo che il contesto era del tutto extra-ordinario, e ciò che stato effettuato fu tutto in funzione del salvataggio di una entità in stato di enormi difficoltà, con il fine ultimo di proteggere il sistema finanziario nel suo complesso.  
In questi casi, dunque è forse meglio anteporre il bene del sistema finanziario ai profitti di una minoranza di azionisti, posto (e da provare) che questo sia stato sacrificato.

## **ANALISI POST ACQUISIZIONE**

Andiamo ora a valutare il corso azionario di BNP Paribas e di Fortis, focalizzandoci sulle fasi chiavi del processo di acquisizione, e valutando se c'è stato il così detto "effetto annuncio", ovvero se la quotazione del titolo ha reagito in maniera particolare a seguito degli annunci delle operazioni fra i soggetti interessati.

Nel grafico possiamo notare l'andamento delle azioni BNP Paribas dal primo agosto 2008 al 29 maggio 2009, periodo che include durante tutta la durata delle trattative con Fortis e le autorità governative.



Quando iniziarono a diffondersi le voci di un possibile acquisto da parte del gruppo francese su Fortis a fine settembre 2008, il titolo BNP sostanzialmente scese da una quotazione di 63.69 euro del 29 settembre, ad una di 58.18 del 10 ottobre, quando fu annunciato il primo Protocollo d'accordo, per poi continuare a scendere, tranne il rialzo di lunedì 13, fino alla fine di novembre.

Tale Protocollo d'accordo evidentemente, dopo un momento di entusiasmo iniziale, non convinse gli operatori di mercato, a causa della forte crisi di liquidità che stava attraversando il gruppo belga, oltre che della fortissima crisi di fiducia del mercato nel periodo, che spinse a ribasso tutti gli indici del settore (siamo qui al culmine della crisi economica).

Quando l'operazione fu stoppata dalla corte d'appello il 10 dicembre 2008, il titolo quotava 44.83 euro, aumentando il giorno successivo a 45.42, per poi diminuire in maniera piuttosto netta fino ai 28.67 euro della chiusura del 24 dicembre.

La discesa va ricondotta senza dubbio alla crisi economica e all'impatto negativo dell'arresto dell'acquisizione Fortis, che portava enorme incertezza sugli esiti dell'operazione.

La discesa continua fino al 21 gennaio (20.77 euro), quando il titolo invertì il trend risalendo fino al 9 febbraio (28.59 euro).

Tale periodo è particolarmente rilevante, in quanto antecedente alla famosa assemblea degli azionisti Fortis del 11 febbraio 2009, nella quale gli azionisti

dovevano pronunciarsi sull'attuazione del piano di salvataggio che includeva i Governi di Belgio Olanda e Lussemburgo insieme a BNP Paribas.

La risalita porta a pensare che vi erano da parte del mercato, aspettative positive a favore della conclusione dell'operazione, che secondo gli operatori avrebbe portato benefici positivi al gruppo francese.

Il fatto che immediatamente dopo il voto, in cui venne rigettato il piano di salvataggio e vendita di Fortis, il corso azionario di BNP Paribas tornò a scendere, sta a significare che effettivamente il mercato aspettava un esito diverso, e giudicava tale risolti in maniera negativa per il gruppo francese.

Possiamo notare che il corso azionario inverte in maniera decisa il trend il 9 marzo 2009, ovvero pochi giorni prima dell'annuncio da parte del management di Fortis del nuovo accordo raggiunto con lo Stato belga e con lo stesso gruppo francese BNP Paribas (datato 12 marzo 2009).

Il fatto che il titolo abbia iniziato a salire un paio di giorni prima dell'annuncio, sta a nostro avviso a significare che l'informazione a riguardo dell'accordo era nell'aria, e gli operatori economici valutavano il nuovo accordo raggiunto con prospettive molto positive per una conclusione delle operazioni.

Tra il 9 e il 19 marzo il titolo passò da una quotazione di 21.45 ad una di 31.47, (+47%).

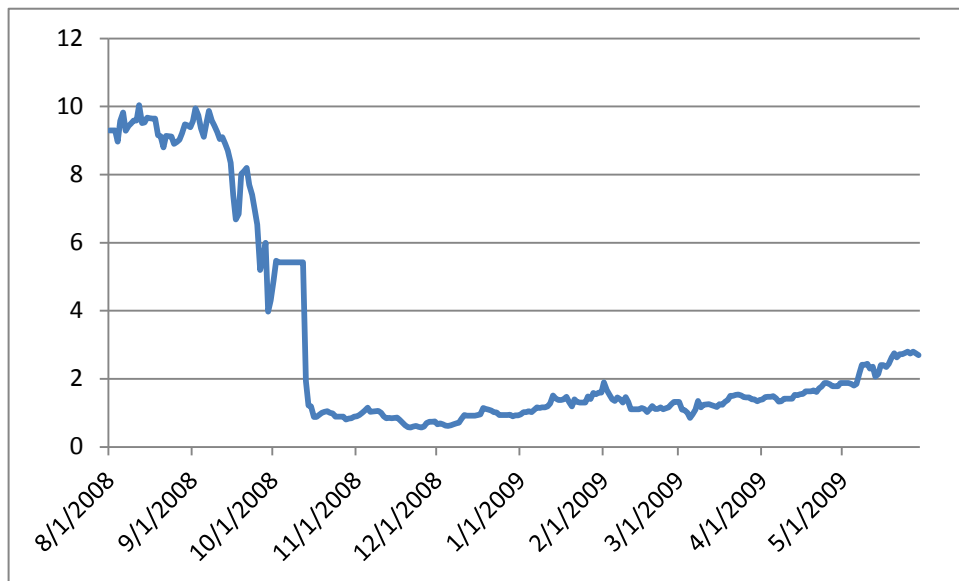
Possiamo ragionevolmente ipotizzare quindi, che se anche in questo caso non ci fosse stata la tanto attesa fumata bianca a riguardo della conclusione dell'accordo, il titolo sarebbe tornato nuovamente a scendere.

All'annuncio dell'approvazione del nuovo accordo da parte delle assemblee degli azionisti Fortis del 27 e 28 aprile 2009 il titolo BNP Paribas continuò la sua ascesa, continuando con il trend al rialzo anche al momento dell'approvazione definitiva da parte dell'assemblea degli azionisti del gruppo francese del 13 maggio.

Possiamo quindi ragionevolmente concludere che il mercato valutava positivamente l'operazione, portando effetti estremamente benefici in termini di rendimenti per gli azionisti quando si capì che l'operazione sarebbe andata a buon fine.

Nel grafico sottostante invece è possibile apprezzare l'andamento del corso delle azioni Fortis durante tutto il corso degli interventi, fino alla chiusura definitiva delle operazioni.





Salta subito agli occhi l'enorme discesa dalla prime metà di settembre (massima quotazione 9.59 euro l'8 settembre) alla fine di novembre 2008 (minimo il 25 novembre a 0.57 euro), periodo nel quale perse circa il 90% del proprio valore.

Come detto precedentemente nel corso del nostro lavoro, il primo intervento di fine settembre fu seguito da un momentaneo rialzo della quotazione del titolo, che fu però seguito da un netto crollo successivo all'arresto delle operazioni di salvataggio operato da parte della corte d'appello di Bruxelles.

Tale sentenza fu un duro colpo per Fortis, che stava tentando faticosamente di recuperare da una situazione di grave crisi, soprattutto per il ritorno dei timori da parte del mercato legati al possibile fallimento della compagnia.

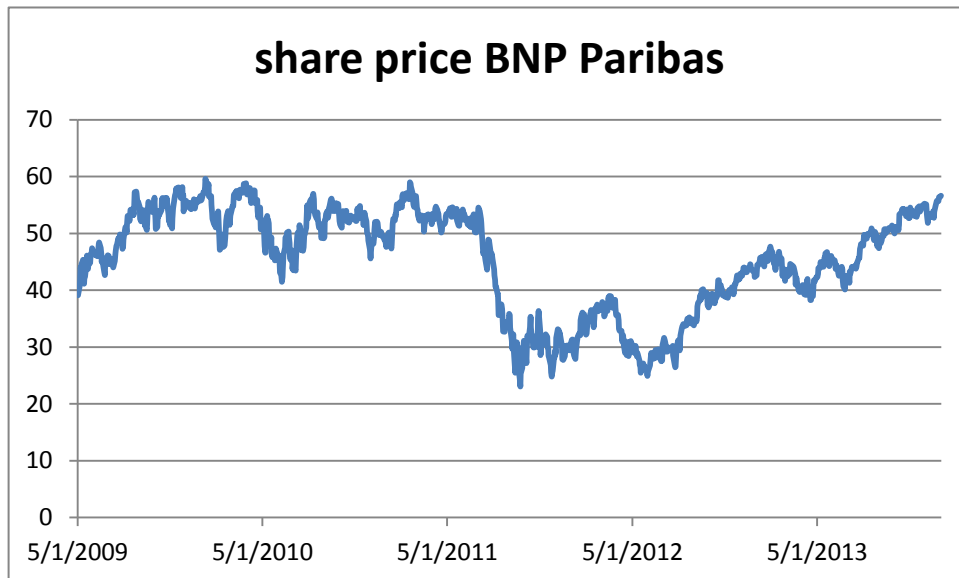
Il corso azionario accennò una lieve ripresa dal 24 gennaio, quando si riaccessero le speranze per una rapida conclusione degli accordi.

Dal primo febbraio tornò però nuovamente a scendere, quando emersero evidenti segnali di un rifiuto delle transazioni da parte degli azionisti nella seguente assemblea di febbraio.

il 5 e 6 marzo la quotazione tornò al di sotto dell'euro, per poi risalire in vista dell'imminente annuncio della raggiunta dell'accordo definitivo.

Il titolo continuò il trend al rialzo fino alla chiusura delle operazioni, registrando un balzo significativo poco prima della data dell'approvazione definitiva da parte di BNP Paribas del maggio 2009.

Continuando l'analisi possiamo andare a vedere l'andamento del titolo BNP Paribas nel post acquisizione, dal maggio 2009 al 31 dicembre 2013:



Il prezzo azionario, ebbe un buon rialzo nei mesi immediatamente successivi all'acquisizione, per poi seguire un andamento abbastanza regolare fino al gennaio 2011.

In tale periodo scese drasticamente, per poi risalire a partire dal secondo trimestre 2012.

Nel tardo 2010, e in maniera marcata nel 2011, tornò la paura sui mercati, a colpa delle crisi dei debiti sovrani di alcuni Paesi europei, fra i quali citiamo la Grecia, l'Irlanda, il Portogallo e l'Italia.

L'esposizione del gruppo verso alcuni di questi Paesi in difficoltà finanziaria portò gli investitori a sollevare dubbi sulla solidità di BNP Paribas.

In particolare il gruppo era esposto per 972 milioni di euro sul debito greco, 270 su quello irlandese e 1380 milioni su quello del Portogallo.

Dovette nel corso dell'anno ridurre l'esposizione verso questi titoli rischiosi, realizzando ingenti perdite (dell'ordine degli 870 milioni di euro).

Il risultato netto di gruppo del 2011 fu di 6 miliardi (22% in meno rispetto al 2010). Nonostante questo contesto eccezionalmente difficile, il Gruppo confermava la sua esperienza in materia di integrazione.

L'integrazione con la nuova entità Fortis aveva portato alla raggiunta di 1127 milioni di sinergie a fine del 2011, quindi già molto vicino all'obiettivo di 1200 fissato per l'anno successivo.

Il 10 giugno 2011, il gruppo francese, attraverso la nuova controllata BNP Paribas Fortis acquistò da ABN AMRO Fortis Commercial Finance, ad esclusione delle attività olandesi di tale entità.

Fortis Commercial Finance, compagnia leader nel factoring operativa in 12 Paesi tra Europa ed Asia, fu combinata con BNP Paribas Factoring al fine di servire i clienti istituzionali del gruppo francese nei due continenti.

Tale acquisizione rendeva il gruppo leader in Europa nel factoring, ed aiutò il gruppo francese a migliorare le proprie performance.

Qualche mese più tardi, i risultati si mostrarono migliori rispetto alle attese, anche se la crisi economica gravava sul settore banca al dettaglio, vedendo diminuito di molto il numero di crediti concessi.

Comunque sia, il momento di difficoltà legato alla crisi dei debiti sovrani europei sembrava sostanzialmente superato.

Dal 2012 era inoltre prevista una componente aggiuntiva di altri 300 milioni di sinergie annue, che conduceva ad un totale di 1.5 miliardi di euro, contro i 900 previsti nel tardo 2009.

Arriviamo quindi a concludere, che il ribasso del corso azionario di BNP Paribas nel post acquisizione fu dovuto a fattori esterni all'integrazione con le nuove realtà, che al contrario contribuirono positivamente ai risultati grazie alle sinergie positive.

Nel 2012 il gruppo realizzò risultati solidi, in un contesto economico che restava incerto, con la zona euro che ripiombava in recessione e i mercati di capitali in depressione per buona parte dell'anno.

In tale contesto, il prodotto netto bancario crebbe quasi dell'8% rispetto al 2011.

Un impatto positivo derivò dall'ammortamento eccezionale dell'aggiustamento del valore di una parte del Banking Book di Fortis per rimborsi anticipati (430 milioni).

Il risultato netto fu di 6.6 miliardi di euro, in rialzo dell'8.3% in rapporto al 2011, grazie alla diversificazione delle attività e al successo dell'integrazione con Fortis.

Ne 2013 il gruppo francese registrò un risultato netto di 4.8 miliardi di euro, in ribasso del 26.4% in rapporto al 2012.

Tale diminuzione fu dovuta per buona parte all'impatto di elementi eccezionali (-1.2 miliardi contro i + 184 milioni nel 2012).

Il bilancio di gruppo restava comunque solido, il coefficiente di solvibilità ratio tier 1 si attestò al 10.3%.

Raggiunse il picco massimo, nell'intervallo considerato a fine 2013.

In tal periodo, ed in particolare il 18 novembre 2013, BNP Paribas annunciò di aver raggiunto l'accordo con lo Stato belga per l'acquisto del rimanente 25% dell'ex Fortis Banque.

Il gruppo controllava a quel punto interamente la propria controllata belga.

Il mercato reagì anche in questo caso positivamente all'operazione.

Concludiamo la nostra analisi a fine 2013, in quanto non sono ancora stati comunicati i dati ufficiali a riguardo del 2014.

Consideriamo comunque i dati a nostra disposizione sufficienti per dare una valutazione completa delle operazioni.

## **CONCLUSIONI**

Considerata la complessità del caso e della struttura di Fortis Holding, la numerosità dei soggetti e dei portatori di interesse coinvolti (fra l'altro anche di diversi Paesi), la molteplicità degli interventi e delle modifiche operate, nonché l'estrema ristrettezza di tempi di azione, il risultato finale ottenuto può essere valutato più che positivamente.

Gli interventi governativi da parte dei Paesi del Benelux, avvenuti in due tranches, tra la fine di settembre e l'inizio di ottobre 2008, permisero a Fortis innanzitutto di evitare l'insolvenza, e in secondo luogo di negoziare con maggior calma il piano di recupero, facendo da ponte con le soluzioni definitive.

Senza tali interventi, Fortis sarebbe stata costretta ad ufficializzare la propria insolvenza, e considerata l'importanza sistemica del soggetto in questione, questo avrebbe sicuramente provocato un forte shock per le economie in primo luogo di Belgio Olanda e Lussemburgo, dove Fortis operava maggiormente, e in seconda battuta ad un incontrollabile effetto a catena nei mercati finanziari, già duramente provati dalle conseguenze del fallimento di Lehman Brother immediatamente precedente.

In seguito al fallimento, gli avvoltoi sarebbero stati prontissimi ad avventarsi sulla carcassa, con le concorrenti di mercato (BNP Paribas e ING, solo per citare qualche nome) pronte a spartirsi i pezzi del gruppo a cifre irrisorie.

Gli interventi furono ispirati quindi dalla tutela dell'interesse generale, come valutato anche dagli esperti designati dalla corte d'appello, e furono adottate le misure ritenute più idonee compatibilmente con i mezzi ed i tempi a disposizione. La ristrettezza di tempi, come detto, giocò un ruolo chiave in tutta la vicenda.

La chiusura definitiva dell'accordo di maggio 2009 fu la fine del calvario per tutti i soggetti coinvolti, e permise a BNP Paribas di avviare il processo di integrazione per la realizzazione delle sinergie, ponendo le basi per gli sviluppi futuri, in un momento che restava estremamente delicato per l'economia mondiale.

L'operazione ha giovato sicuramente al gruppo francese, permettendogli l'espansione geografica, l'incremento del bacino di raccolta e la realizzazione di sinergie positive sia nel settore bancario che in quello assicurativo.

Giovò inevitabilmente anche dal lato di Fortis Banque, oggi BNP Paribas Fortis, che grazie alla guida di un gruppo solido riuscì come prima cosa a rimanere sul mercato, e a recuperare la fiducia di clienti ed operatori economici, dove oggi si presenta come leader nel settore bancario in Belgio.

Il caso in questione ha dimostrato che la collaborazione fra autorità può giocare un fattore critico di successo per la realizzazione di qualsiasi progetto, specialmente in una operazione complessa come il salvataggio di un grande gruppo bancario e assicurativo.

Il Governo belga probabilmente non sarebbe mai riuscito da solo a salvare la disperata situazione di fine settembre 2008 in cui versava Fortis, e il successivo intervento di BNP Paribas ha fornito le garanzie giuste per il completamento dell'operazione, con la ricollocazione di Fortis sul mercato.

Oltre allo sforzo del Governi di Belgio Olanda e Lussemburgo, va sottolineato anche l'appoggio e il sostegno della Banca Centrale Europea, che si dimostrò pronta a fornire il sostegno di emergenza nel momento del bisogno.

La Commissione europea fece il proprio dovere nel verificare il rispetto delle regole in materia di tutela della concorrenza.

I ricorsi degli azionisti di minoranza a nostro avviso risultano infondati, e sono fondamentalmente basati sul tentativo di recupero degli investimenti andati non nel modo previsto.

Lo stop delle operazioni da parte della Corte d'Appello nel dicembre 2008 a tal proposito, non ha fatto altro che prolungare le operazioni, lasciando in una situazione di incertezza tutti i soggetti coinvolti, ritardando di alcuni mesi l'avvio del piano di recupero, che probabilmente avrebbe permesso di ottenere benefici sia a Fortis che a BNP Paribas.

## BIBLIOGRAFIA

[www.bnpparibas.com](http://www.bnpparibas.com) :

- consolidated financial statements 2007,
- consolidated financial statements 2008,
- annual report 2008,
- consolidated financial statements 2009,
- Preliminary Report of the panel of expert for the general meeting of 11 february 2009 of Fortis SA/NV in Brussels, 26 january 2009,
- shareholder circular 29 January 2009,
- Addendum dated 31 gennaio 2009 to shareholder circular dated 29 January 2009,
- explanatory note to the agenda of the general meeting of shareholders of fortis SA/NV on 11 february 2009,
- process verbal assemblee generale actionnaires du 11 frvrier 2009 Fortis SA/NV,
- press released CdA meeting 12 may 2009,
- press released 13 may 2009,
- process verbal assemblee generale actionnaires 13 mai 2009,
- explanation on interest payment Relative Performance Note (related to cashes)
- rapport du conseil d'administration a l'assemblee generale extraordinaire du 27 mars 2009,
- proces verbal de l'assemblee generale extraordinaire des actionnairres du 27 mars 2009,
- consolidated financial statements 2009,
- consolidated financial statements 2010,
- press released 3 october 2011 consolidated financial statements 2011,
- consolidated financial statements 2012,
- consolidated financial statements 2013,

[www.bnpparibasfortis.com](http://www.bnpparibasfortis.com) :

- financial statement BNP Paribas Fortis 2009,
- financial statement BNP Paribas Fortis 2010,
- financial statement BNP Paribas Fortis 2011,
- financial statement BNP Paribas Fortis 2012,
- financial statement BNP Paribas Fortis 2013,
- Yahoo finance.com, share price BNP Paribas

[www.ageas.com](http://www.ageas.com) :

- financial statement Fortis Banque 2006,
  - financial statement Fortis Banque 2007,
  - Rapport annuel de Fortis Banque 2008,
  - Financial statement Fortis Banque 2009,
  - press released 13 may 2009,
  - press released 29 april 2009,
  - share prices Fortis
- European Commission ([www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu)) :
- press released 20 November 2008,
  - press released 3 December 2008,
  - Ecofin council 7 ottobre 2008,
  - [www.deminor.com](http://www.deminor.com) , communiqué de presse 29 juillet 2014,
  - Evolution of financial market, financial stability report, November 2002,
  - European banking sector, fact and figure 2012,
  - Droit des societies, Code des societies annoté avec législation spéciale y compris les annotations et les fondations, 2010,
  - Cour d'appel de Bruxelles, Rapport définitif du collège d'experts, 15 june 2009,
  - M. Massari, L. Zanetti, Valutazione,
  - Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario, McGraw-Hill, 2008,
  - European banking sector, facts and figures 2012, Viktorija Proskurovska ottobre 2012 (European banking federation),
  - Slide corso Finanza Strategica EM5005, Prof. Massimo Buongiorno, 2013,
  - National bank of belgium website ([www.nbb.be](http://www.nbb.be)),
  - Relbanks.com
  - Antonucci, Diritto delle banche, V ed., Bologna, Il Mulino 2012,
  - Rapport du collège d'expert aux organes et aux actionnaires de Fortis SA/NV sur les transactions décidées les 27 et 28 septembre, 3 4 e 5 octobre 2008, 15 maggio 2009,



- International economy finance and trade – volume 2 – the evolution of global financial Markets and new financial instruments, C. M. Adam,
- The rise and decline of a Belgian banking giant – communication and business ethics in the Fortis case, Sophie Limbos & Diana Phillips, 2010.

## **ANNESI**

### **Articolo 168 Code Des Societes**

EXPERTS-VERIFICATEURS S'il existe des indices d'atteinte grave ou de risque d'atteinte grave aux intérêts de la société, le tribunal de commerce peut, à la requête d'un ou de plusieurs associés possédant au moins 1 % des voix attachées à l'ensemble des titres existants, ou possédant des titres représentant une fraction du capital égale à [1.250.000 EUR] au moins, nommer un ou plusieurs experts ayant pour mission de vérifier les livres et les comptes de la société ainsi que les opérations accomplies par ses organes.

### **Art. 596 Code des Societes**

L'assemblée générale appelée à délibérer et à statuer sur l'augmentation du capital, sur l'émission d'obligations convertibles ou sur l'émission de droits de souscriptions peut, dans l'intérêt social, aux conditions de quorum et de majorité prévues pour la modification des statuts, limiter ou supprimer le droit de préférence. Cette proposition doit être spécialement annoncée dans la convocation. Le conseil d'administration justifie sa proposition dans un rapport détaillé, portant notamment sur le prix d'émission et sur les conséquences financières de l'opération pour les actionnaires. Un rapport est établi par le commissaire et, à défaut, par un réviseur d'entreprise désigné par le conseil d'administration, ou par un expert-comptable externe désigné de la même manière, par lequel il déclare que les informations financières et comptables contenues dans le rapport du conseil d'administration sont fidèles et suffisantes pour éclairer l'assemblée appelée à voter sur cette proposition. Ces rapports sont déposés au greffe du tribunal de commerce conformément à l'article 75. Ils sont annoncés dans l'ordre du jour. Une copie peut en être obtenue conformément à l'article 535. L'absence des rapports prévus par cet article

entraîne la nullité de la décision de l'assemblée générale. La décision de l'assemblée générale de limiter ou de supprimer le droit de préférence fait l'objet d'un dépôt au greffe du tribunal de commerce, conformément à l'article 75.

### **Art. 598 Code des Societes**

Quand le droit de préférence est limité ou supprimé en faveur d'une ou plusieurs personnes déterminées qui ne sont pas membres du personnel de la société ou de l'une de ses filiales, l'identité du ou des bénéficiaires de la limitation ou de la suppression du droit de préférence doit être mentionnée dans le rapport établi par le conseil d'administration ainsi que dans la convocation. [En outre, le prix d'émission, pour les sociétés cotées, ne peut être inférieur à la moyenne des cours des trente jours précédant le jour du début de l'émission.] Pour les sociétés autres que celles visées à l'alinéa 2, le prix d'émission doit être au moins égal à la valeur intrinsèque du titre fixée, sauf accord unanime des actionnaires, sur la base d'un rapport établi soit par le commissaire, soit, pour les sociétés qui n'ont pas de commissaire, par un réviseur d'entreprise désigné par le conseil d'administration ou par un expert-comptable externe désigné de la même manière. Les rapports établis par le conseil d'administration indiquent l'incidence sur la situation de l'ancien actionnaire de l'émission proposée, en particulier en ce qui concerne sa quote-part du bénéfice et celle des capitaux propres. Un commissaire ou, à défaut, un réviseur d'entreprises désigné par le conseil d'administration, ou un expert-comptable externe désigné de la même manière donne un avis détaillé sur les éléments de calcul du prix d'émission et sur sa justification.

### **Article 87.3.b EC treaty**

Save as otherwise provided in this Treaty, any aid granted by a Member State or through State resources in any form whatsoever which distorts or threatens to distort competition by favouring certain undertakings or the production of certain goods shall, insofar as it affects trade between Member States, be incompatible with the common market.

The following shall be compatible with the common market:  
(a) aid having a social character, granted to individual consumers, provided that such aid is granted without discrimination related to the origin of the products concerned;

(b) aid to make good the damage caused by natural disasters or exceptional occurrences;

(c) aid granted to the economy of certain areas of the Federal Republic of Germany affected by the division of Germany, insofar as such aid is required in order to compensate for the economic disadvantages caused by that division.

The following may be considered to be compatible with the common market:

(a) aid to promote the economic development of areas where the standard of living is abnormally low or where there is serious underemployment;

(b) aid to promote the execution of an important project of common European interest or to remedy a serious disturbance in the economy of a Member State;

(c) aid to facilitate the development of certain economic activities or of certain economic areas, where such aid does not adversely affect trading conditions to an extent contrary to the common interest;

(d) aid to promote culture and heritage conservation where such aid does not affect trading conditions and competition in the Community to an extent that is contrary to the common interest;

(e) such other categories of aid as may be specified by decision of the Council acting by a qualified majority on a proposal from the Commission.