



**Banca Monte dei Paschi di Siena**

Una storia italiana dal 1472

*Finanza e settore  
immobiliare: congiuntura,  
prospettive ed il ruolo del credito*

Aprile 2014

Area Research & IR



**MONTE  
DEI PASCHI  
DI SIENA**  
BANCA DAL 1472



- ✓ *Keypoints* *Pag. 3*
- ✓ *Il ruolo dell'immobiliare nel contesto economico italiano e le recenti tendenze.* *Pag. 5*
- ✓ *Quali prospettive ?* *Pag. 12*
- ✓ *L'impegno istituzionale.* *Pag. 15*
- ✓ *Il credito bancario al settore.* *Pag. 18*
- ✓ *Quali alternative di finanziamento.* *Pag. 24*



- **Il settore immobiliare**, considerato come somma degli investimenti in costruzioni, spesa per affitti e per servizi di intermediazione, **rappresenta praticamente un quinto del Pil nazionale**, e vanta **interdipendenze cruciali per la determinazione del ciclo aggregato**. Tenendo conto, infatti, degli effetti indiretti, **un incremento di spesa nel settore delle costruzioni genera**, sull'intera economia, **un impatto complessivo in termini di valore tra i più elevati** tra quelli attesi nel caso la maggiore spesa sia in alternativa destinata agli altri settori, sia dell'industria, sia dei servizi.
- Con le risorse stanziare dal Governo per nuove infrastrutture, che hanno subito dal 1990 una **riduzione di oltre il 60%**, il comparto delle costruzioni sconta una crisi persistente e con pesanti risvolti dal lato occupazionale: **il peso delle costruzioni sul VA nazionale è così diminuito costantemente negli ultimi sette anni, attestandosi nel 2013 al 4,9% circa** in termini reali. Dall'applicazione della **clausola di flessibilità europea prevista per gli investimenti**, potrebbero giungere risorse (4/5 Mld di euro nel 2014) per rilanciare il comparto, tuttavia è **fortemente necessaria un'azione di Governo mirata a superare l'incompatibilità tra una disponibilità di fondi strutturali europei ed il loro mancato utilizzo** per rispettare i vincoli di finanza previsti dai Patti di Stabilità interni di regioni ed enti locali, oltre ad **un'adeguata spending review**, in grado di liberare risorse aggiuntive.
- Anche il segmento residenziale risulta penalizzato, con **il numero di abitazioni compravendute in Italia che dal 2007 si è praticamente dimezzato**; la contrazione, seppur in raffreddamento, prosegue a tassi consistenti (-8% a/a nel IV trim. del 2013).
- L'indicatore di fiducia delle costruzioni segnala **prospettive incerte nel breve termine per il comparto, mentre la flessione dei prezzi delle abitazioni sembra destinata a proseguire**. Nell'ipotesi che nel corso del 2014 vi sia una contenuta ripresa delle compravendite residenziali (confermata dall'ultimo Osservatorio Immobiliare Nomisma), **secondo le stime dell'Area Research e IR di Banca MPS, l'erogazione dei mutui potrebbe crescere di quasi il 15%**, in presenza anche di politiche di offerta più espansive da parte degli intermediari creditizi.
- **Il credito erogato al settore** – sotto forma di mutui alle famiglie, prestiti alle imprese di costruzioni e alle attività immobiliari di servizio – **rappresenta oltre un terzo degli impieghi bancari totali e quasi il 50% di quello destinato a famiglie e imprese**. Ma **l'elevato grado di leverage registrato dalle imprese di costruzioni** (i debiti finanziari in rapporto alla somma degli stessi e del patrimonio, nel 2007 erano di 20 e 14 p.p. più elevati di quelli medi delle imprese dell'industria e del comparto dei servizi, rispettivamente) rappresenta **un fattore di forte vulnerabilità che si riflette sulla qualità del credito**. **L'evoluzione più recente mostra un sensibile calo dei finanziamenti al comparto delle costruzioni e una maggiore tenuta dei mutui alle famiglie**, nonostante la marcata flessione sperimentata nei flussi delle nuove erogazioni negli scorsi anni.
- Per rilanciare il settore, l'utilizzo di canali di finanziamento alternativo a quello bancario risulta decisivo: **dalla diffusione dei fondi immobiliari e dalla ripresa del Project Financing** potrebbero giungere delle soluzioni che comunque comportano il coinvolgimento del **partenariato pubblico**.



- ✓ *Keypoints* *Pag. 3*
- ✓ *Il ruolo dell'immobiliare nel contesto economico italiano e le recenti tendenze.* *Pag. 5*
- ✓ *Quali prospettive ?* *Pag. 12*
- ✓ *L'impegno istituzionale.* *Pag. 15*
- ✓ *Il credito bancario al settore.* *Pag. 18*
- ✓ *Quali alternative di finanziamento.* *Pag. 24*



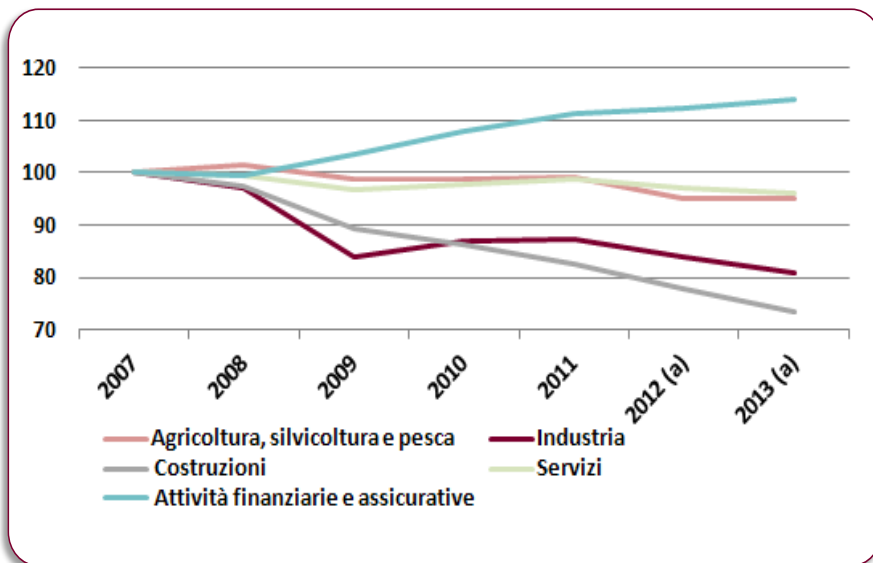
- Il settore, considerato come somma degli investimenti in costruzioni, spesa per affitti e per servizi di intermediazione, rappresenta praticamente **un quinto del Pil nazionale**.
- Il valore delle attività immobiliari ammonta a circa **i due terzi della ricchezza netta delle famiglie**.
- In Italia la quota delle famiglie che risiedono in case di proprietà è **tra le più elevate in Europa** (la quota era vicina all'80% nel 2011).
- **Le abitazioni in affitto rappresentano il 19% dello stock totale** di abitazioni occupate; una quota molto bassa rispetto al 39% della Francia e al 58% della Germania.
- **Il credito erogato al settore** – sotto forma di mutui alle famiglie, prestiti alle imprese di costruzioni e dei servizi connessi con le attività immobiliari – rappresenta **poco più di un terzo degli impieghi bancari totali**.
- L'evoluzione più recente degli impieghi bancari all'immobiliare è sostanzialmente in linea con il totale dei prestiti, grazie alla **maggiore tenuta dei mutui alle famiglie**. Il rapporto **sofferenze/impieghi si colloca, a fine 2013, sopra al 10,5%**, contro il 9,2% totale.



# Il comparto delle costruzioni sconta una crisi ...

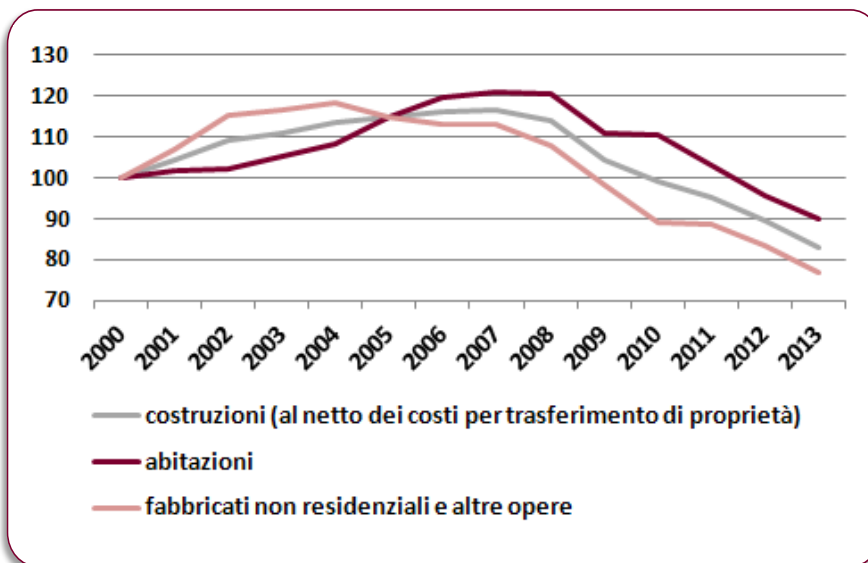


Valore aggiunto a prezzi base - valori concatenati - (2007=100)



➤ Il peso del settore costruzioni, sul VA nazionale, **si è ridotto costantemente dallo scoppio della crisi** (-1,2% la variazione nel periodo 2007-2013), attestandosi nell'anno appena conclusosi **al 4,9% circa in termini reali**.

Investimenti in costruzioni - valori concatenati - (2000=100)



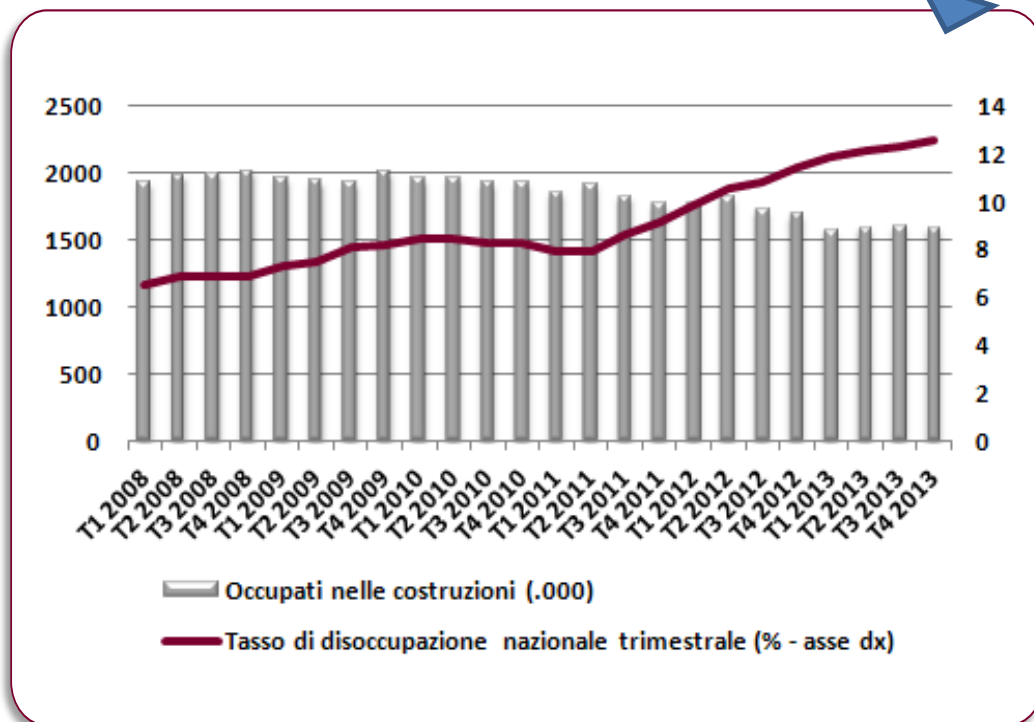
➤ Le risorse stanziare nel Bilancio dello Stato, per nuove infrastrutture, hanno subito dal 1990 al 2013, **una riduzione di oltre il 60%** (Ance).

# ... che ha importanti ripercussioni sul mercato del lavoro



Disoccupazione ITA: 13% a febbraio

Numero di occupati nel settore delle costruzioni



➤ Dal IV trimestre del 2008 al IV trimestre del 2013, il numero di occupati nel comparto delle costruzioni **si è ridotto di oltre il 20%**.

➤ Le stime Ance, che considerano anche i settori collegati, prefigurano **una perdita di 745.000 posti di lavoro dall'inizio della crisi**.

## ... ma è un settore di interdipendenze rilevanti nella determinazione del ciclo aggregato



➤ **Indotto:** le costruzioni sono tra i settori con una più elevata capacità di **attivazione nei settori fornitori**.

➤ **Impatto sociale:** le condizioni di accesso ai servizi abitativi, rilevano ai fini del benessere individuale e collettivo, garantendo **mobilità territoriale dell'offerta di lavoro** e favorendo la **formazione di nuove famiglie**.

➤ **Effetti Ricchezza:** dal lato della spesa delle famiglie, associati alla variazione del valore della proprietà immobiliare.

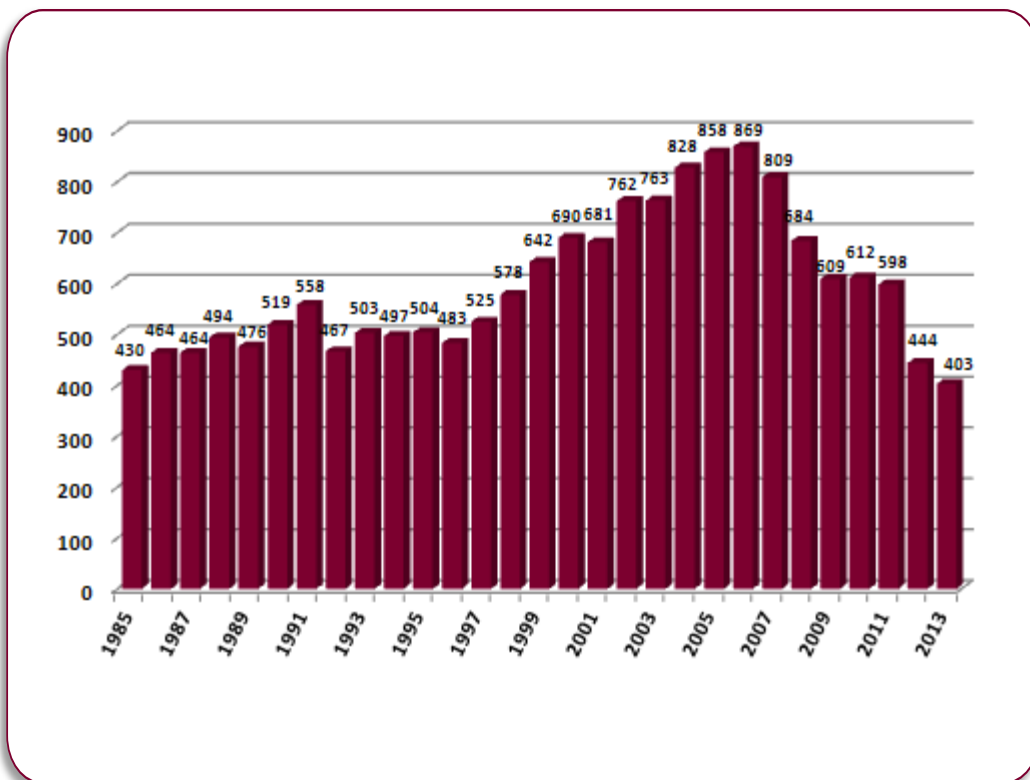
➤ Sulla base delle matrici input-output, in Italia è stimabile che **ogni 100 euro di incremento di spesa** destinata alle costruzioni attivino **56 euro di maggiore offerta nei settori fornitori**. Tenendo conto degli effetti indiretti che l'espansione dell'attività in questi ultimi genera sull'intera economia, **l'impatto complessivo sale a 215 euro**, un **valore tra i più elevati** tra quelli attesi nel caso la maggiore spesa sia in alternativa destinata agli altri settori, sia dell'industria, sia dei servizi.



# Il mercato immobiliare residenziale è ancora depresso ...



Compravendite di unità immobiliare ad uso abitativo in Italia (\*migliaia)



• N° di transazioni normalizzate (NTN) rispetto all'effettiva quota di proprietà oggetto di compravendita.

➤ Dal 2007 il numero di abitazioni compravendute in Italia si è dimezzato. La contrazione, **seppur in raffreddamento, prosegue a tassi consistenti** (-8% a/a nel IV trimestre del 2013).

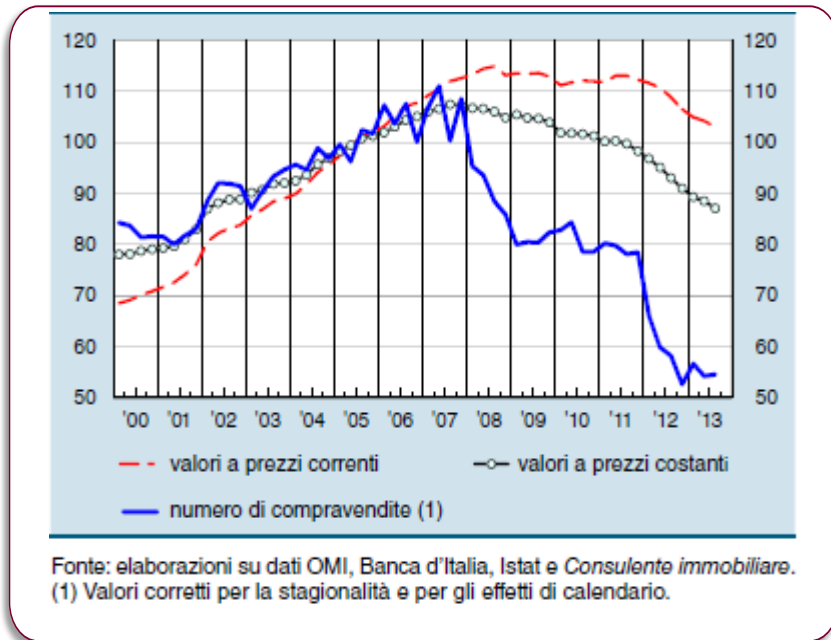
➤ Complessivamente, nel 2013 tutti i settori (residenziale, terziario, commerciale, produttivo, pertinenze, altro) hanno registrato variazioni negative.

➤ L'entrata in vigore (dal 1° gennaio 2014) del **nuovo regime delle imposte di registro, ipotecaria e catastale** applicabile agli atti di trasferimento a titolo oneroso di diritti reali immobiliari, ha spinto gli acquirenti a traslare la stipula degli atti al 2014.

## ... e l'aggiustamento dei prezzi mostra "ritardi"

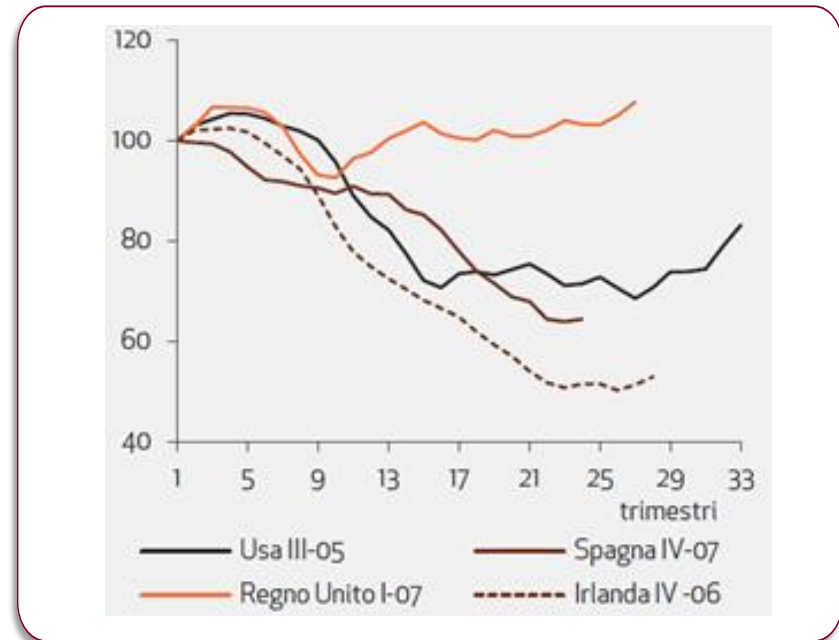


Compravendite e prezzi delle abitazioni in Italia (dati trimestrali, indici 2005=100)



➤ Secondo le rilevazioni della Banca d'Italia, la **flessione dei prezzi delle abitazioni si accentua** (-1,2% t/t nel III trimestre del 2013, rispetto al -0,6% t/t del trimestre precedente).

Confronto internazionale: prezzi degli immobili residenziali (punto di massimo =100)



➤ La correzione dei prezzi degli immobili residenziali, dallo scoppio della bolla, è **stata rilevante per USA, Irlanda e Spagna e marginale in UK**. La svolta negli States si è manifestata a fine 2012, in anticipo rispetto ai all'Europa, così come per gli investimenti residenziali.

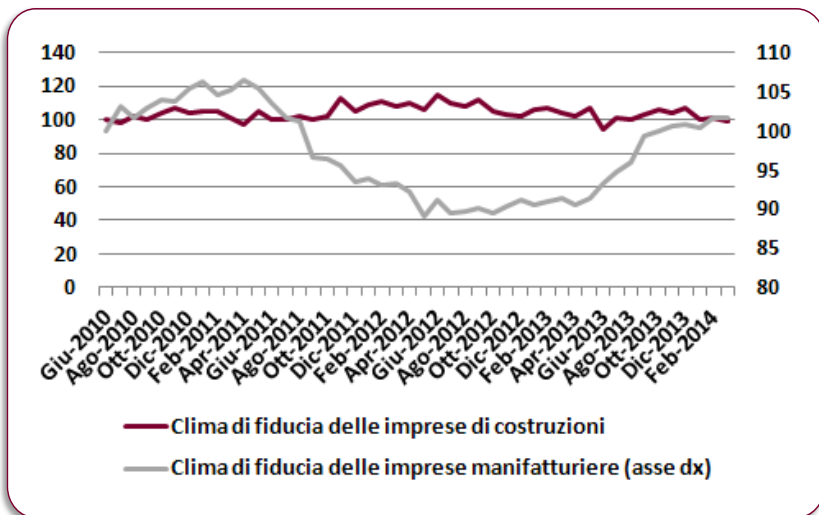


- ✓ *Keypoints* *Pag. 3*
- ✓ *Il ruolo dell'immobiliare nel contesto economico italiano e le recenti tendenze.* *Pag. 5*
- ✓ *Quali prospettive ?* *Pag. 12*
- ✓ *L'impegno istituzionale.* *Pag. 15*
- ✓ *Il credito bancario al settore.* *Pag. 18*
- ✓ *Quali alternative di finanziamento.* *Pag. 24*

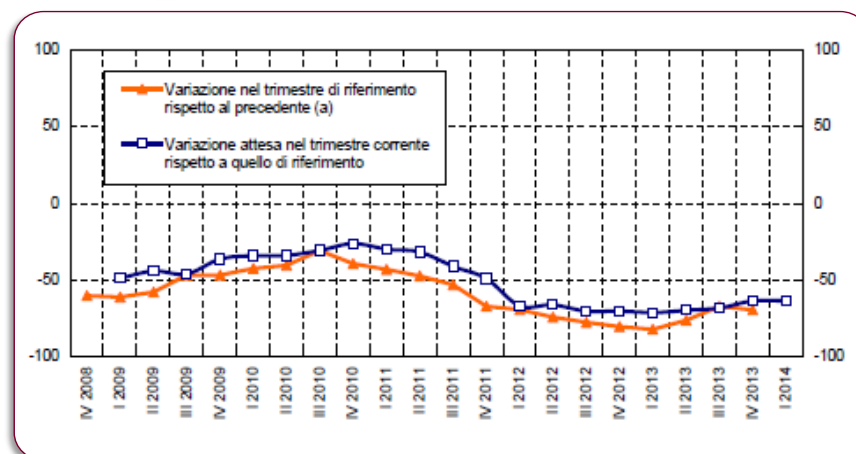
# In Italia le prospettive per l'immobiliare restano incerte nel breve termine ...



## Indici di clima di fiducia a confronto

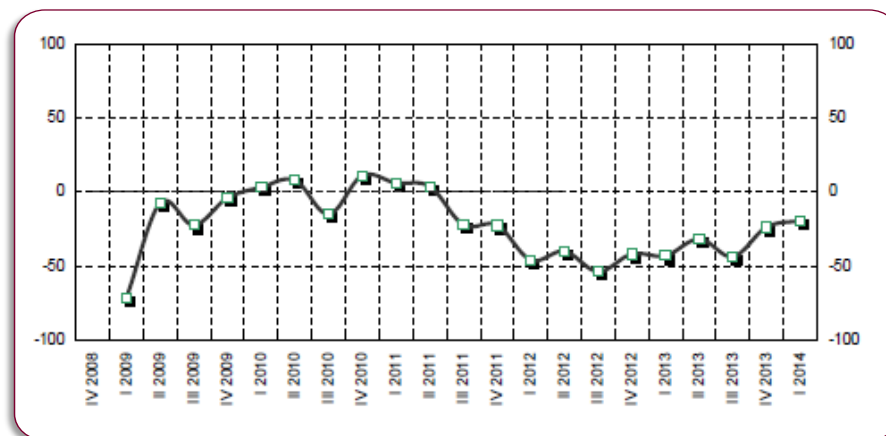


## Giudizi sulle variazioni dei prezzi\*



\*saldo tra le quote di agenzie che esprimono rispettivamente aumento o diminuzione nel mercato in cui opera l'agenzia

## Condizioni del mercato in cui opera l'agenzia nel trimestre corrente\*\*



\*\*saldo tra le quote di agenzie che esprimono rispettivamente giudizi favorevoli o sfavorevoli relativi al mercato in cui opera l'agenzia

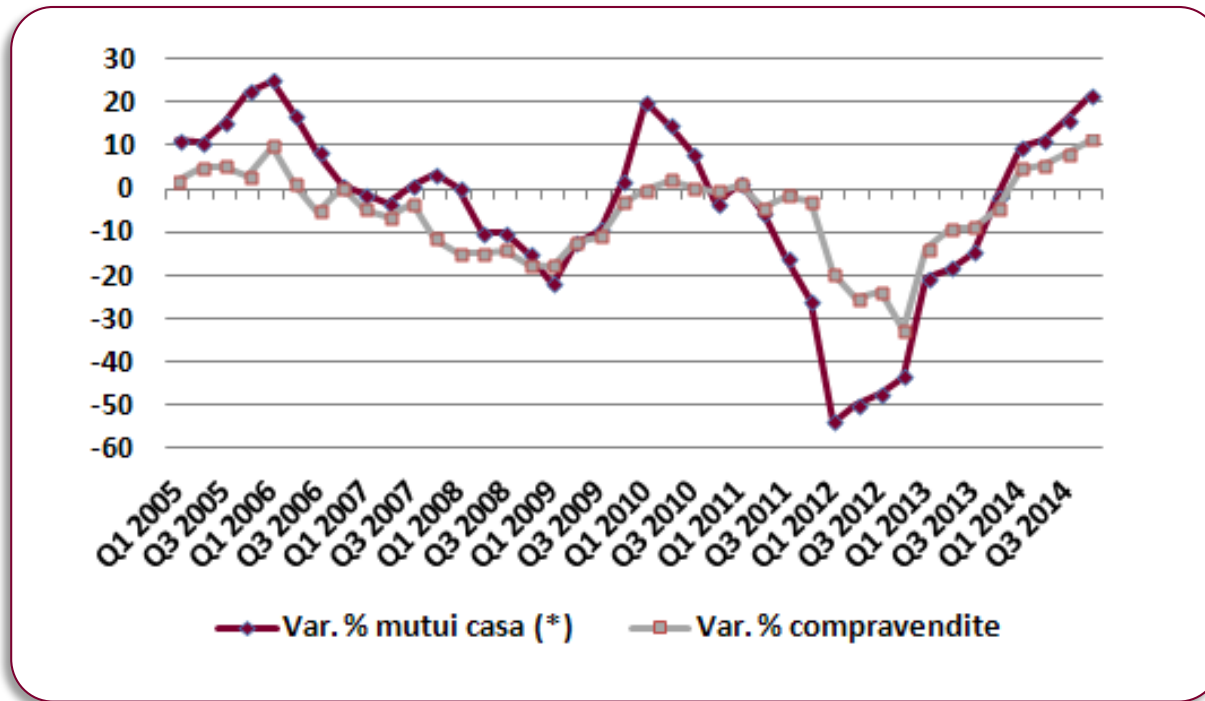
➤ La fiducia delle imprese di costruzioni **non sperimenta lo stesso recupero registrato da quelle manifatturiere.**

➤ Secondo il Sondaggio congiunturale sul mercato delle abitazioni in Italia (Bankitalia, gennaio 2014), **migliorano leggermente le prospettive del mercato in cui operano le agenzie, ma restano prevalentemente orientate al ribasso le attese sui prezzi delle abitazioni.** Le attese di **medio termine** (due anni) sulle compravendite sono invece più improntate all'ottimismo.

## ... mentre è atteso un recupero dei mutui erogati



Erogazioni di mutui e compravendite residenziali (var % a/a)



➤ Data l'**elevata correlazione** tra la variazione annuale delle compravendite residenziali e delle erogazioni di mutui per acquisto di abitazioni da parte delle famiglie italiane, nell'ipotesi che nel corso del 2014 vi sia una contenuta **ripresa del mercato immobiliare** (attorno al +7,4% per le compravendite - fonte Nomisma), **secondo le nostre stime, l'erogazione dei mutui potrebbe crescere di quasi il 15%**, in presenza anche di politiche di offerta più espansive da parte degli intermediari creditizi.



- ✓ *Keypoints* *Pag. 3*
- ✓ *Il ruolo dell'immobiliare nel contesto economico italiano e le recenti tendenze.* *Pag. 5*
- ✓ *Quali prospettive ?* *Pag. 12*
- ✓ *L'impegno istituzionale.* *Pag. 15*
- ✓ *Il credito bancario al settore.* *Pag. 18*
- ✓ *Quali alternative di finanziamento.* *Pag. 24*

# Al livello internazionale l'azione dei governi mostra maggiormente i propri frutti, soprattutto sul comparto residenziale



## ➤ USA:

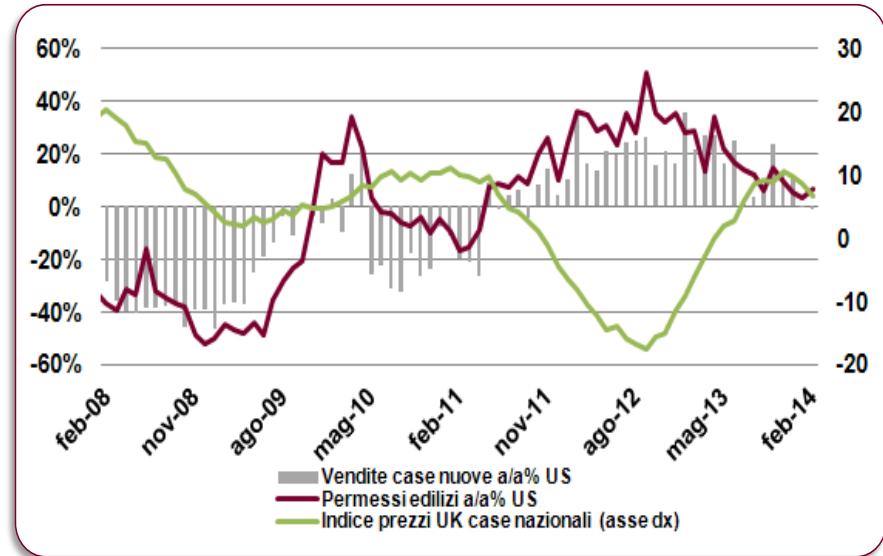
- ✓ Salvataggio pubblico di *Fannie Mae* e *Freddie Mac* e stretta supervisione della *Federal Housing Finance Agency* sul mercato.
- ✓ Politica monetaria ultra-accomodante della FED e *Quantitative Easing* che comprende l'acquisto di *bond* che incorporano mutui bancari.

## ➤ UK:

- ✓ *Funding for lending scheme*: dal 2012 le banche e le finanziarie possono acquistare **denaro dalla BoE a tassi di favore**, a patto di riversare finanziamenti nell'economia reale sotto forma di mutui e prestiti a piccole imprese e famiglie.
- ✓ *Help to buy*: alle famiglie a basso reddito è consentito acquistare prime case (ed in futuro altre abitazioni) con un anticipo del solo 5% del prezzo di acquisto, **una compartecipazione del 20% con prestiti governativi (esenti da interessi per i primi 5 anni)** e mutui bancari per la parte rimanente.
- ✓ Piani per la **realizzazione di nuovi immobili residenziali**.



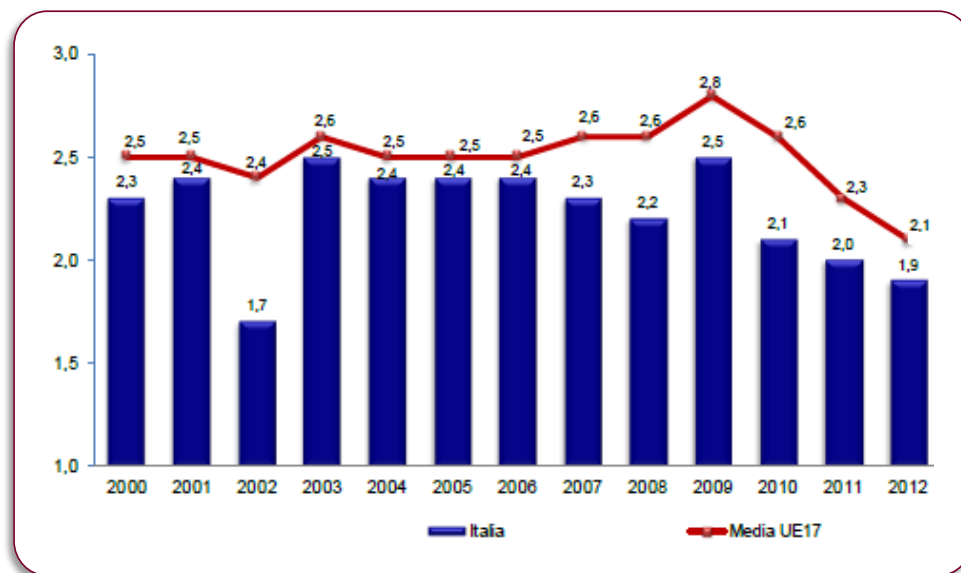
### Il recupero del mercato immobiliare in USA e UK



# L'impegno del Governo italiano



Spesa delle PA per investimenti fissi lordi (% sul Pil)



➤ La Commissione UE definisce eccessivi gli squilibri italiani in termini di **bassa competitività ed elevato indebitamento**.

➤ Dall'applicazione della **clausola di flessibilità europea prevista per gli investimenti** potrebbero giungere risorse (tra i 4 e i 5 Mld di euro nel 2014), ma l'attivazione sembra difficile da ottenere.

➤ E' necessario superare l'incompatibilità tra una disponibilità di fondi strutturali europei ed il loro mancato utilizzo per rispettare i vincoli di finanza previsti dai **Patti di Stabilità interni di regioni ed enti locali**, oltre ad un'adeguata *spending review*.

➤ **Incentivi fiscali** (*social housing*, locazioni a canone concordato, spese per ristrutturazioni e risparmio energetico).

Alcune iniziative di governo:

➤ Pagamento di una parte **dei debiti pregressi della PA**.

➤ **CDP**: plafond destinato all'erogazione di mutui alle famiglie e possibilità per la Cassa Depositi e Prestiti di acquistare *covered bond* o titoli derivanti da cartolarizzazioni di mutui esistenti.

➤ **Fondo di garanzia** per la prima casa e le PMI.



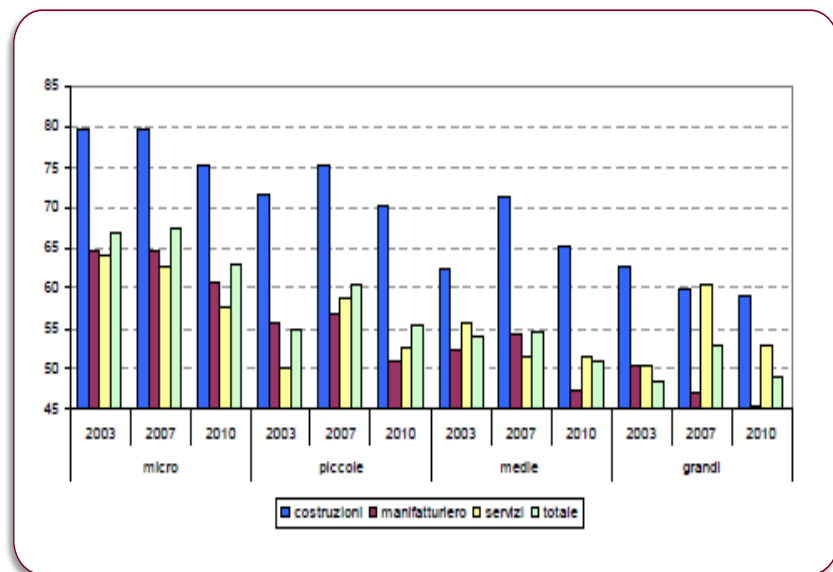


- ✓ *Keypoints* *Pag. 3*
- ✓ *Il ruolo dell'immobiliare nel contesto economico italiano e le recenti tendenze.* *Pag. 5*
- ✓ *Quali prospettive ?* *Pag. 12*
- ✓ *L'impegno istituzionale.* *Pag. 15*
- ✓ *Il credito bancario al settore.* *Pag. 18*
- ✓ *Quali alternative di finanziamento.* *Pag. 24*

# Il leverage delle imprese di costruzioni



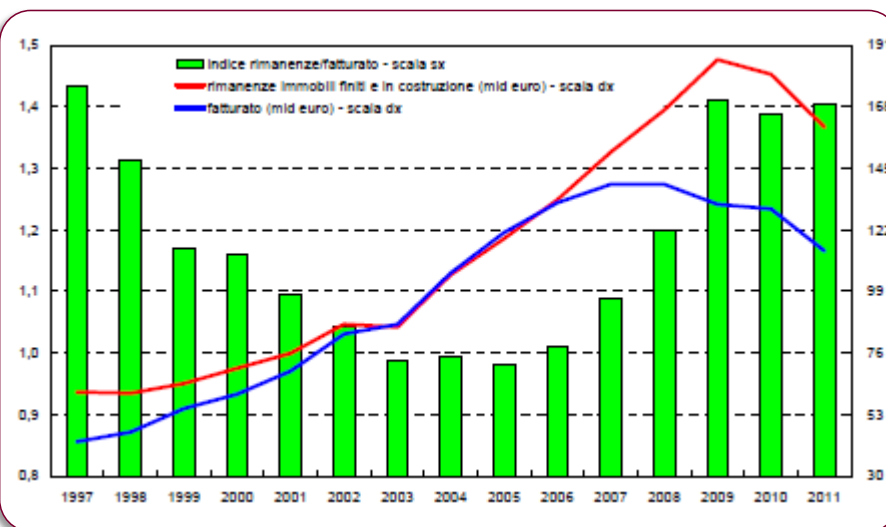
## Leverage (medie ponderate, punti percentuali)



➤ I debiti finanziari in rapporto alla somma degli stessi e del patrimonio delle imprese di costruzioni, nel 2007 **erano di 20 e 14 p.p. più elevati di quelli medi dell'industria e del comparto dei servizi, rispettivamente.**

➤ Tenuto conto dell'assenza di informazioni di bilancio sufficientemente armonizzate, nel 2007, il **leverage** medio in Italia, **era doppio rispetto a quello delle imprese francesi di pari dimensione.**

## Indicatori di bilancio delle imprese di costruzioni (€Mld; %)



➤ L'elevato indebitamento rappresenta un fattore di forte vulnerabilità per le imprese: **lo squilibrio tra fatturato e rimanenze è un segnale delle forti tensioni di liquidità** cui sono soggette le imprese di costruzioni italiane.



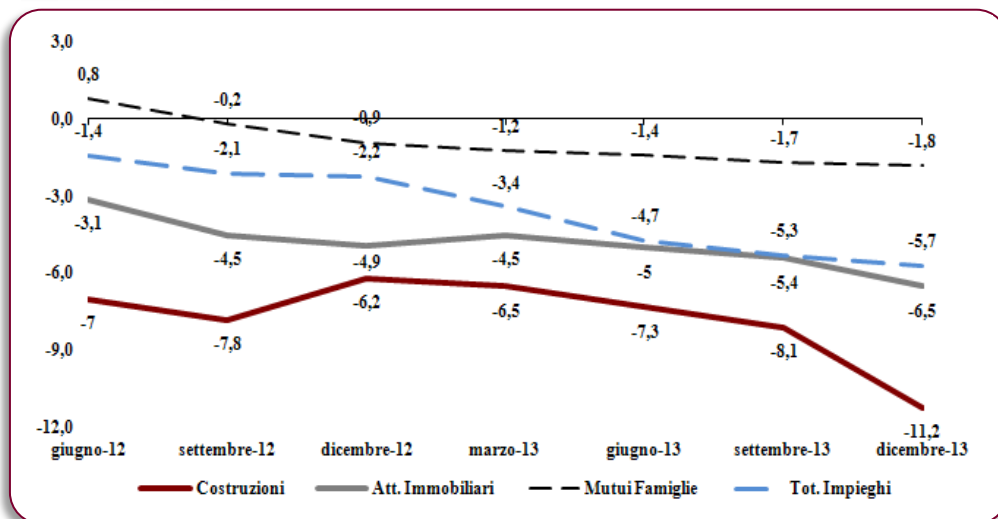
## Il credito bancario al settore immobiliare

Impieghi vivi a clientela ordinaria residente (€ mil)	SISTEMA		
	dic-13	Incid. % su totale impieghi	Incid. % su impieghi famiglie e imprese
<b>Costruzioni</b>	129.008	7,6	10,3
<b>Attività immobiliari (1)</b>	105.526	6,2	8,4
<b>Mutui alle famiglie (2)</b>	387.244	22,9	30,8
<b>Totale immobiliare</b>	621.778	36,8	49,4
<b>Totale impieghi bancari</b>	1.689.444		
<b>--- Impieghi famiglie e imprese (3)</b>	1.257.457		

(1) Locatori, mediatori, agenti e amministratori per attività (compravendita, affitto, fornitura servizi) su immobili propri, in affitto e per conto terzi  
 (2) Famiglie consumatrici e ISSL al servizio delle famiglie (3) Per imprese si intendono le società non finanziarie e le famiglie produttrici

➤ L'incidenza del credito "immobiliare" (\*) sul totale degli impieghi bancari si colloca al **36,8%**, sfiorando il **50% per quello destinato a famiglie e imprese**. Dopo l'ascesa registrata dal 2001 al 2009 (oltre 10 p.p), associata con la fase positiva del ciclo immobiliare, il rapporto risulta stabilizzatosi.

## La recente dinamica (var. % a/a impieghi bancari)



➤ L'evoluzione più recente mostra un sensibile **calo dei finanziamenti al comparto delle costruzioni e una maggiore tenuta dei mutui alle famiglie**, nonostante la marcata flessione sperimentata nei flussi delle nuove erogazioni negli scorsi anni.

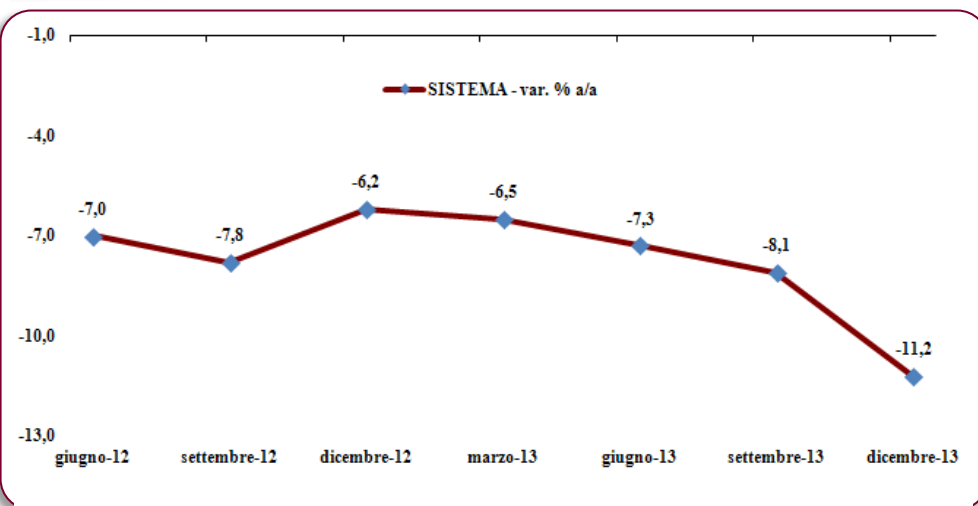
Fonte: Elaborazioni su dati Bankitalia

(\*) Poiché il settore immobiliare comprende gruppi di attività eterogenei, il relativo credito bancario va necessariamente definito con criteri che, pur essendo il più possibile ragionevoli ed esaustivi, ne rappresentano comunque una proxy; nella fattispecie, in analogia a pubblicazioni Banca d'Italia sull'argomento, si considera la somma del credito al comparto delle costruzioni e alle attività immobiliari di servizio, e i mutui alle famiglie.

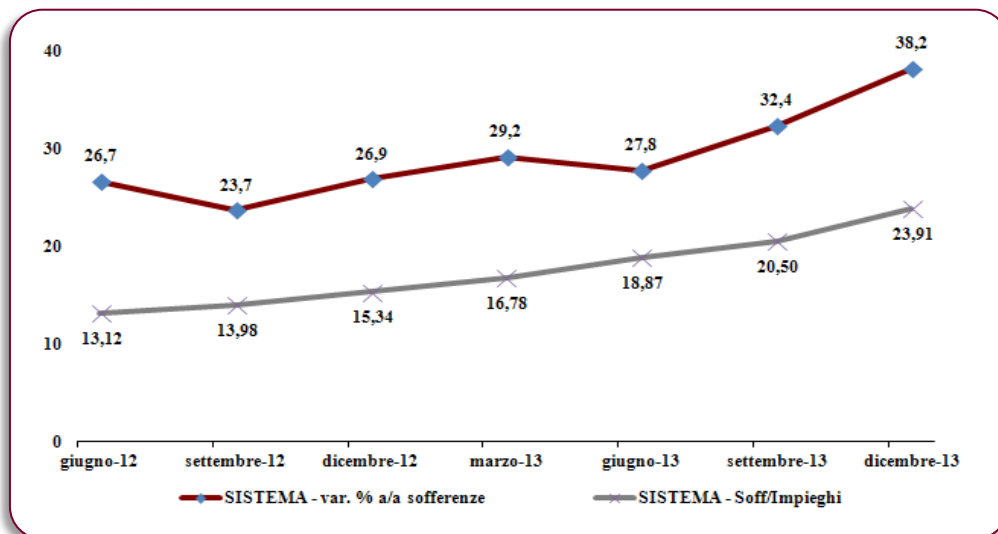
# Il comparto delle costruzioni



## Dinamica degli impieghi vivi



## Qualità del credito



➤ La flessione del credito bancario al comparto si è accentuata nel 2013, riflettendo la lunga e difficile fase attraversata dalle imprese che vi operano.

➤ Il comparto presenta, a fine 2013, un rapporto sofferenze/impieghi superiore a quello del totale delle imprese (23,9% rispetto al 15,5%) ed in significativo aumento rispetto ai trimestri precedenti.

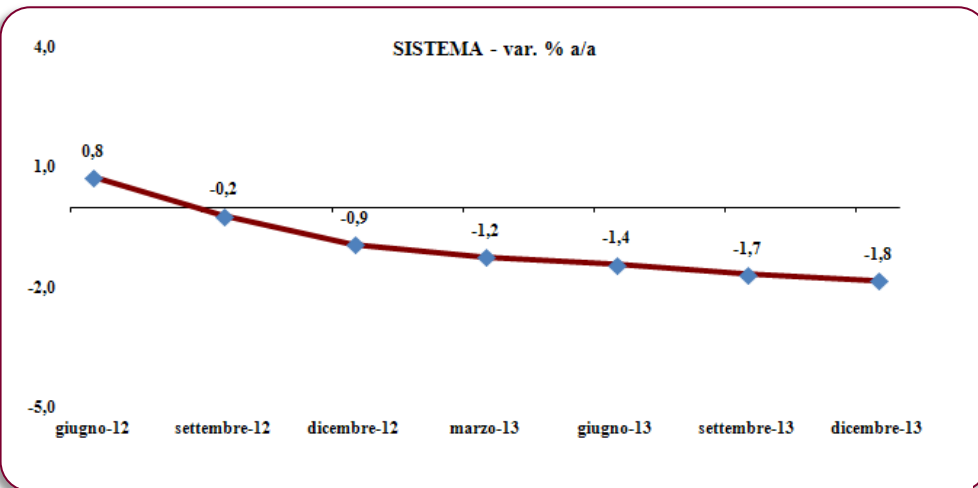
➤ La dinamica delle sofferenze si mantiene più elevata (+10 p.p circa) di quella dell'aggregato riferito al totale imprese (a fine 2013 +38,2% annuo rispetto al +28,1 a/a).

➤ La condizione di inesigibilità di parte rilevante del credito comporta costi elevati per le banche.

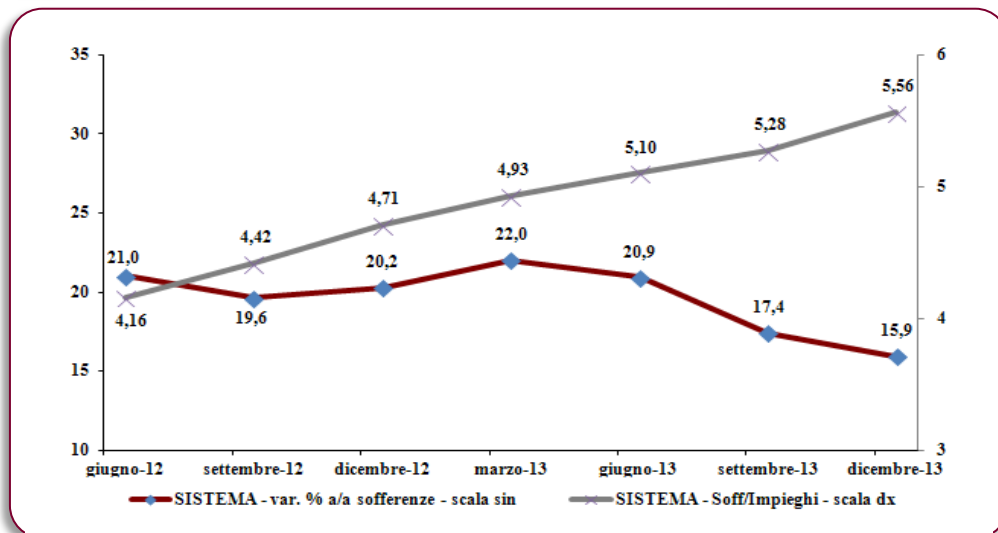
# I mutui alle famiglie



## Dinamica degli impieghi vivi



## Qualità del credito



➤ La lunga fase di espansione (da fine anni novanta al 2008) ha avuto, tra le determinanti principali, il raggiungimento della stabilità monetaria e l'accesso al credito a costi contenuti.

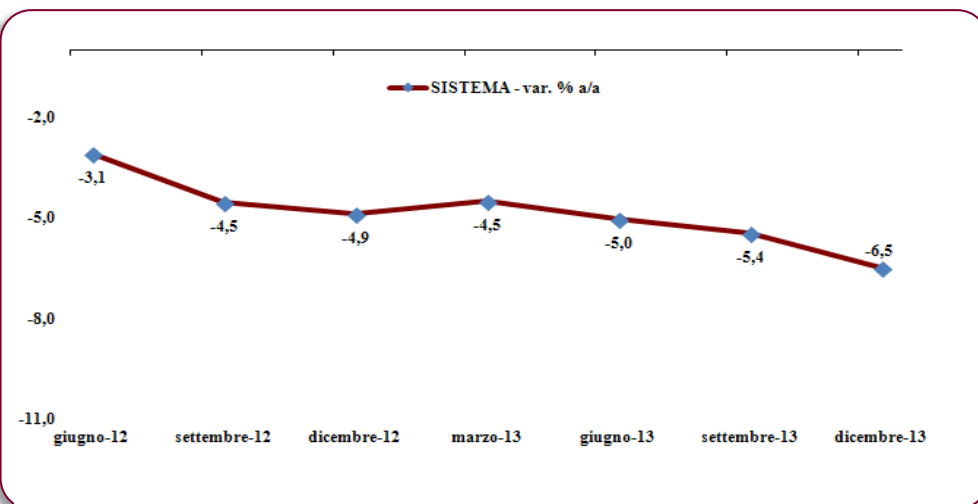
➤ L'andamento delle compravendite immobiliari e le restrizioni dell'offerta hanno, però, condotto **anche i mutui bancari alle famiglie verso un calo tendenziale**, a partire dal III trimestre 2012.

➤ Il fatto che il credito sia concentrato presso le famiglie finanziariamente più solide ha **attenuato l'impatto della recessione sulla rischiosità del settore**.

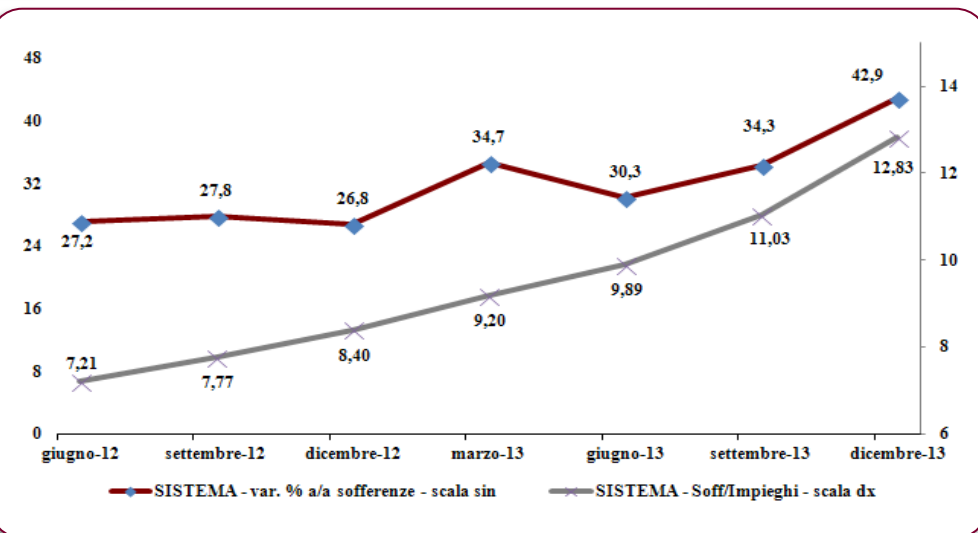
# I servizi immobiliari



## Dinamica degli impieghi vivi



## Qualità del credito



➤ Tra i servizi immobiliari rientrano le attività di locatori, agenti e mediatori che operano nella compravendita/affitto di immobili e nella fornitura di servizi accessori (quali la valutazione e l'amministrazione di immobili), nonché le attività delle agenzie immobiliari. Le attività possono essere svolte su beni propri o in affitto o per conto terzi.

➤ Nel periodo considerato, **la flessione dei finanziamenti bancari al comparto si è andata gradualmente accentuando.**

➤ **La qualità del credito peggiora**, ma il rapporto sofferenze/impieghi resta inferiore a quello del totale imprese (di oltre 2,5 punti percentuali a dicembre 2013).

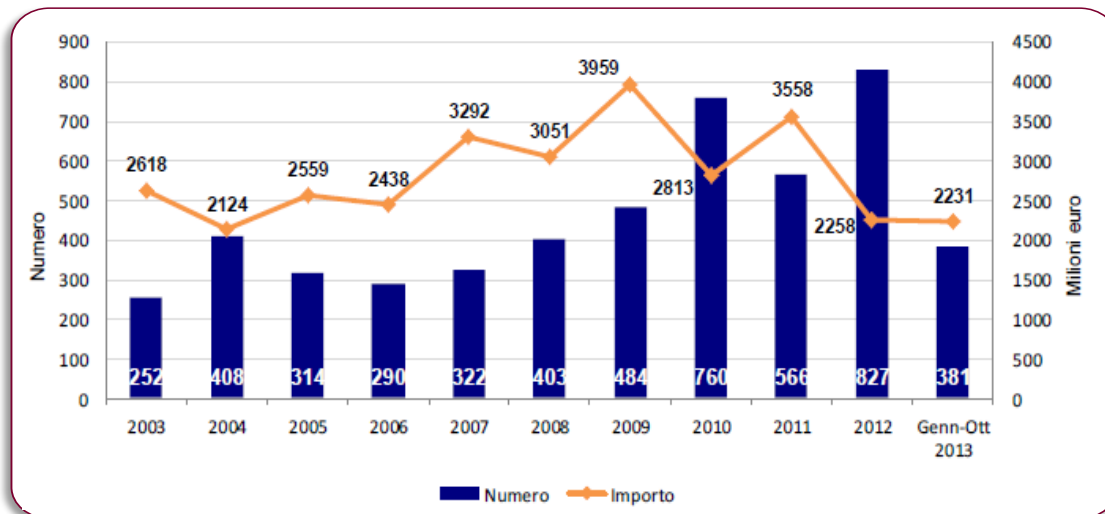


- ✓ *Keypoints* *Pag. 3*
- ✓ *Il ruolo dell'immobiliare nel contesto economico italiano e le recenti tendenze.* *Pag. 5*
- ✓ *Quali prospettive ?* *Pag. 12*
- ✓ *L'impegno istituzionale.* *Pag. 15*
- ✓ *Il credito bancario al settore.* *Pag. 18*
- ✓ *Quali alternative di finanziamento.* *Pag. 24*

# Quali alternative: *Project Financing* in Italia...



Evoluzione delle gare di *Project Financing*\*



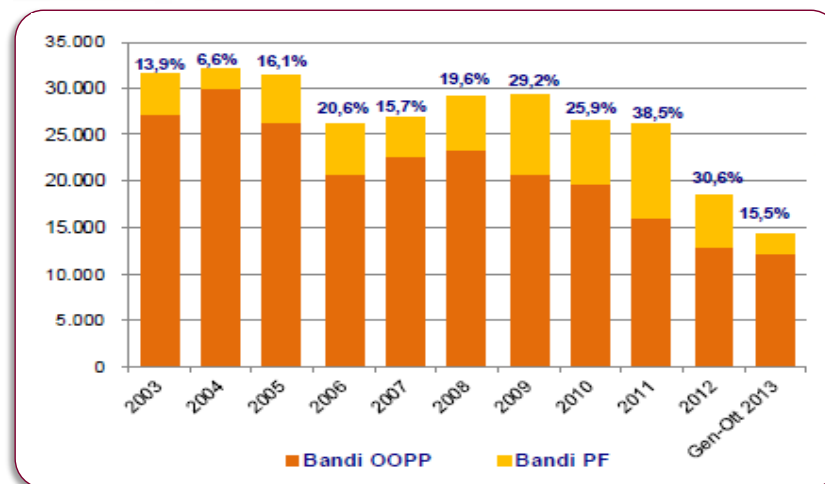
➤ Il partenariato pubblico/privato ha scontato negli ultimi anni gli effetti della crisi finanziaria. Nel mutato scenario finanziario, il *Project Financing* si caratterizza per un forte ridimensionamento del valore delle opere cercando di tornare ad incrementare il numero di iniziative.

\*Importo e numero al netto delle maxi opere

➤ Permangono tuttavia **criticità** che minano lo sviluppo del mercato del *Project Financing* quali:

- ✓ Elevato numero di contenziosi contrattuali.
- ✓ Insufficiente *know how* all'interno delle PA.
- ✓ Problemi nella corretta allocazione dei rischi tra le parti.
- ✓ Eccessiva burocraticità.
- ✓ Vincoli ambientali ed archeologici particolarmente pressanti.

Incidenza del *Project Financing* sulle gare di opere pubbliche (Mln €)





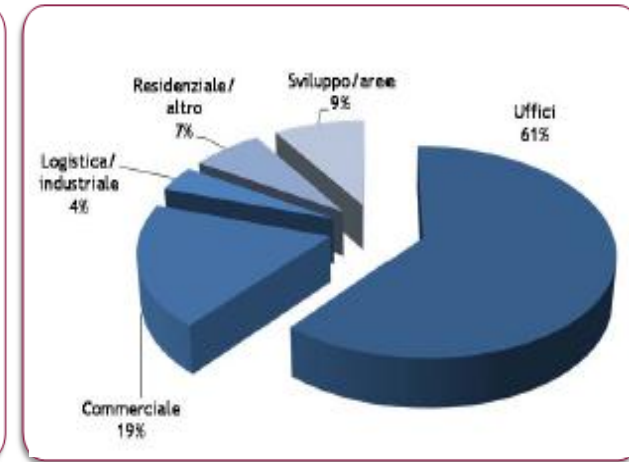
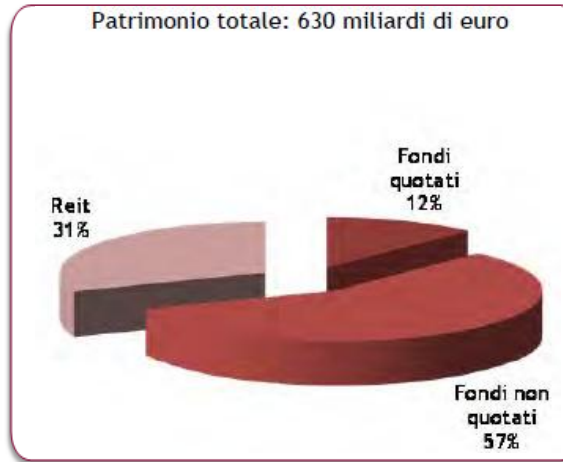
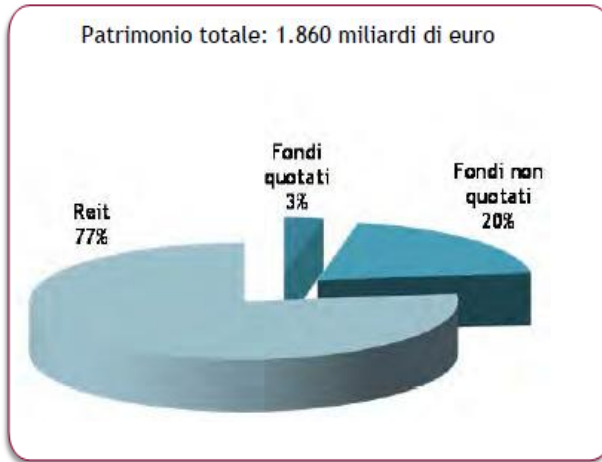
# ... fondi immobiliari e *Real Estate Investment Trust* in espansione



World: *Asset allocation* di fondi immobiliari e REIT - 2013

Europe: *Asset allocation* di fondi immobiliari e REIT -2013

*Asset allocation* di fondi immobiliari in Italia (*retail* e riservati al 30/06/13)

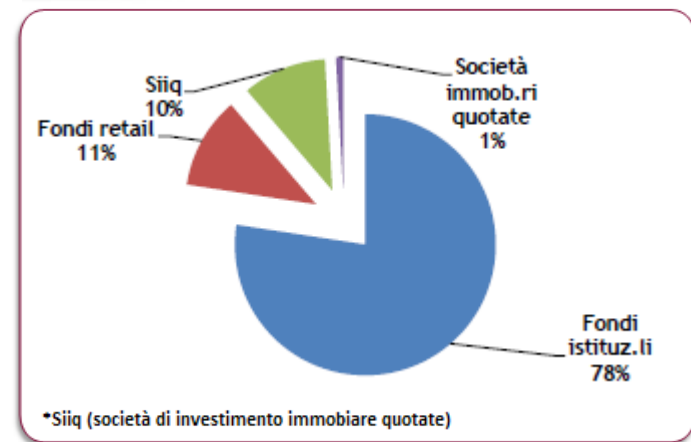


➤ Nel mondo, i fondi immobiliari e soprattutto i REIT, sono **sempre più coinvolti nelle grandi operazioni di rigenerazione urbana e nelle opere infrastrutturali**, a causa delle carenze di risorse pubbliche ed investimenti legati all'edilizia sociale e alla sanità.

➤ Per il 2014 è previsto il superamento dei **50Mld di patrimonio per i fondi immobiliari italiani** ed un NAV in salita oltre i **40 Mld**; i fondi operativi potrebbero sfiorare, a tale data, le **400 unità**.

➤ La finanziarizzazione del settore immobiliare in Italia si realizza principalmente attraverso **fondi immobiliari riservati**.

Ripartizione del valore del patrimonio immobiliare finanziarizzato in Italia



# Contatti

## Responsabile Area Research & Investor Relations

Alessandro Santoni, PhD

Email: [alessandro.santoni@banca.mps.it](mailto:alessandro.santoni@banca.mps.it)

Tel:+39 0577-296477

## Autori Pubblicazione

Nicola Zambli

[nicola.zambli@banca.mps.it](mailto:nicola.zambli@banca.mps.it)

+39 0577-298593

Marcello Lucci

[marcello.lucci@banca.mps.it](mailto:marcello.lucci@banca.mps.it)

+39 0577-296668

Giuseppe Alfano

[giuseppe.alfano1@banca.mps.it](mailto:giuseppe.alfano1@banca.mps.it)

+39 0577 -296909

## Disclaimer

This analysis has been prepared solely for information purposes. This document does not constitute an offer or invitation for the sale or purchase of securities or any assets, business or undertaking described herein and shall not form the basis of any contract. The information set out above should not be relied upon for any purpose. Banca Monte dei Paschi has not independently verified any of the information and does not make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein and it (including any of its respective directors, partners, employees or advisers or any other person) shall not have, to the extent permitted by law, any liability for the information contained herein or any omissions therefrom or for any reliance that any party may seek to place upon such information. Banca Monte dei Paschi undertakes no obligation to provide the recipient with access to any additional information or to update or correct the information. This information may not be excerpted from, summarized, distributed, reproduced or used without the consent of Banca Monte dei Paschi. Neither the receipt of this information by any person, nor any information contained herein constitutes, or shall be relied upon as constituting, the giving of investment advice by Banca Monte dei Paschi to any such person. Under no circumstances should Banca Monte dei Paschi and their shareholders and subsidiaries or any of their employees be directly contacted in connection with this information



**MONTE  
DEI PASCHI  
DI SIENA**  
BANCA DAL 1472

[www.mps.it](http://www.mps.it)