



Banca Monte dei Paschi di Siena

Una storia italiana dal 1472

*Le filiere produttive globali:
internazionalizzazione d'impresa e
ruolo delle banche*

Ottobre 2014

Area Research & IR



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

Key points



- **La diffusa internazionalizzazione dei processi produttivi ha spesso assunto una connotazione negativa** a causa delle conseguenze che tale fenomeno comporta sul mercato del lavoro (ridimensionamento di organici) e al potenziale svuotamento del tessuto economico (chiusura di aziende caratteristiche) che segue alla frammentazione dei processi di produzione. Una tale accezione è stata **favorita anche dall'utilizzo di indicatori di competitività che non sono in grado di comprendere a pieno il fenomeno della creazione di valore** (ne è un es. l'utilizzo di statistiche lorde sul commercio estero piuttosto che l'uso delle matrici *input-output* che consentono cogliere al meglio la disaggregazione settoriale): difatti, **la quota di mercato italiana calcolata sulla quota di valore aggiunto invece che sul valore nominale delle esportazioni, aumenta di una posizione tra il 2000 ed il 2010 rispetto alla Germania che rimane stabile e alla Francia che perde una posizione.**
- **Un alto grado di integrazione verticale nelle catene produttive mondiali (*Global Value Chain*) ha fornito, durante la crisi, un grande stimolo all'economia europea.** In primo luogo favorendo la ristrutturazione industriale sia all'interno delle economie dell'Area, sia tra l'Europa ed il resto del mondo, consentendo alle aziende europee di **specializzarsi verticalmente in segmenti nei quali mostrano un vantaggio comparativo.** Una tale specializzazione non ha comportato un ridimensionamento delle capacità produttive dell'Europa, come dimostra il fatto che il **valore aggiunto estero sui manufatti esportati dall'Europa rappresenta solo un terzo dell'esportazioni lorde dell'Area. Al contrario il VA domestico generato dalle economie europee resta elevato.** Inoltre con il crescente ricorso alla partecipazione in filiere produttive globali, aumenta il **ruolo giocato dal comparto dei servizi**, sia in termine di valore aggiunto generato, che di nuovi posti di lavoro creati; basti pensare che **dalla metà degli anni '90 la creazione di posti di lavoro nel comparto dei servizi in Germania e Spagna ha più che compensato il numero di licenziamenti registrati nei settori tradizionali della manifattura.**
- **Anche in Italia, nell'ultimo decennio è cresciuto il processo d'internazionalizzazione d'impresa** (sia tramite canale commerciale, sia produttivo) ed ha riguardato soprattutto imprese di grandi dimensioni, maggiormente produttive e con maggiore dotazione di capitale umano. Internazionalizzarsi comporta una **selezione ex ante delle aziende più grandi e produttive ma anche guadagni ex post** (acquisibili nel corso del tempo) in termini di maggior fatturato e produttività totale dei fattori rispetto ad imprese con caratteristiche analoghe ex ante, ma che non hanno investito all'estero. Tale selezione si riflette in **un sistema industriale italiano polarizzato tra imprese ad elevata performance, fortemente esposte sui mercati internazionali e presenti con insediamenti all'estero, ed imprese in forte difficoltà, in prevalenza orientate al mercato interno.** Italia e Germania hanno un peso del manifatturiero sul Pil simile ed un **analogo livello di coinvolgimento nelle catene produttive mondiali**; tuttavia rispetto alle imprese tedesche **le aziende italiane tendono a collocarsi nelle fasi intermedie della filiera internazionale** (sub-fornitura).



➤ **L'aumento dell'apertura verso l'estero è risultata una risposta alle difficoltà della crisi:** secondo l'indagine Invind sulle imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti, la quota d'impresе italiane che hanno aumentato il grado di esposizione all'estero tra il 2006 ed il 2011 è risultata superiore a quante lo hanno ridotto (rispettivamente **14% vs 8%** delle aziende manifatturiere con almeno 20 addetti). Proprio **le imprese che hanno aumentato l'esposizione all'estero manifestano una dinamica del lavoro e della produttività migliore nella seconda parte della crisi**, mantenendo comunque la capacità tecnica produttiva in Italia. Inoltre (indagine Tagliacarne-Lexjus Sinacta) i settori produttivi che operano da più tempo sui mercati esteri risultano quelli della filiera della moda (tessile abbigliamento, pelli e cuoio), la chimica/plastica e l'industria alimentare ossia **il cuore del *Made in Italy***.

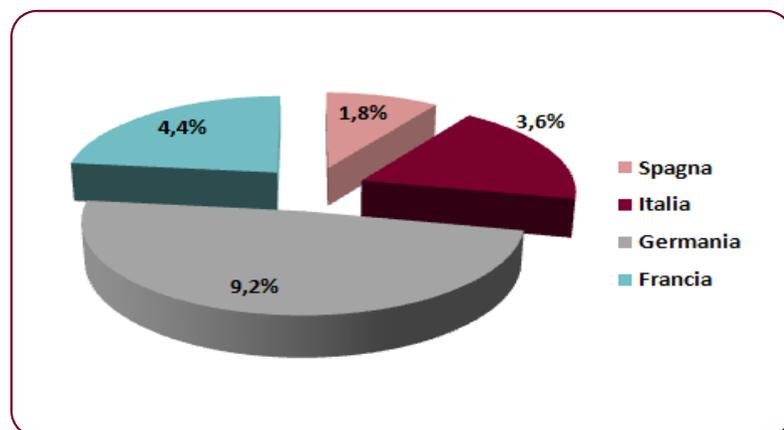
➤ Ma quali sono i principali ostacoli all'internazionalizzazione delle imprese italiane? Secondo il campione di PMI intervistate nell'indagine Tagliacarne-Lexjus Sinacta, **l'ostacolo più rilevante all'internazionalizzazione risulta la scarsa conoscenza del mercato di destinazione**, seguito da **problematiche istituzionali** (politiche doganali) con i paesi *target*, mentre per il 57% delle piccole-medie imprese intervistate, **risulta poco rilevante il peso di un difficile accesso al credito bancario**, giudicato spesso poco incisivo rispetto ai rischiosi processi d'internazionalizzazione e non idoneo a supportare progetti imprenditoriali con *break even point* protratto nel tempo; il ruolo del **supporto bancario cresce al crescere della dimensione d'impresa, risultando prezioso per le aziende più strutturate**. Limitazioni nell'accesso al credito possono inoltre determinare la **posizione delle aziende all'interno delle *Global Value Chain* con riflessi sulla loro profittabilità**; un accesso limitato alle fonti di finanziamento relega le imprese manifatturiere ai livelli bassi della catena di valore e preclude loro le più elevate opportunità di profitto (K. Manova e Z. Yu, 2014).

➤ Le banche che supportano l'internazionalizzazione commerciale e produttiva delle imprese (attraverso finanziamenti, garanzie, consulenza) sono tipicamente sottoposte ad un ***trade off* di fattori che incidono sia positivamente che negativamente sulla domanda e sull'offerta di credito** (elevati costi fissi per le *incumbent*, esportazioni *credit intensive*, imprese finanziariamente in salute e meno rischiose, forme di finanziamento utilizzate più sensibili al rischio paese) e a **problemi di selezione avversa**, che costringono gli istituti che operano in un sistema finanziario concorrenziale **verso una maggiore ricerca dell'efficienza**.

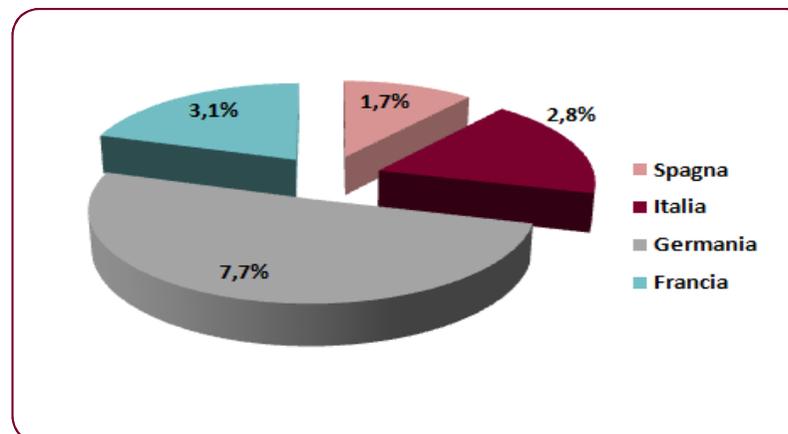
La competitività in termini di quote di mercato e di valore aggiunto



Incidenza sull'export mondiale in valore: 2005



Incidenza sull'export mondiale in valore: 2013

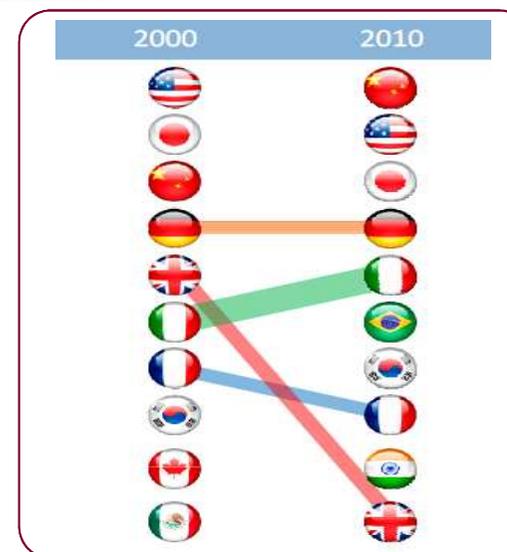


➤ Dal 2005 al 2013 il commercio estero mondiale è aumentato **in valore di quasi il 34%**, grazie soprattutto al contributo delle economie emergenti i cui scambi commerciali si sono incrementati vertiginosamente con quote di mercato in espansione (quella della **Cina è salita dall'8,7% del 2007 all'11,7% del 2013**).

➤ Le principali economie europee hanno visto ridurre il proprio peso sulle vendite all'estero, in particolare Germania e Francia, mentre paesi come la **Spagna hanno mantenuto sostanzialmente invariata la propria quota**.

➤ Facendo una classifica degli esportatori di manufatti mondiali per **valore aggiunto** emerge che **dal 2000 al 2010 l'Italia risale una posizione in totale controtendenza con gli altri paesi**.

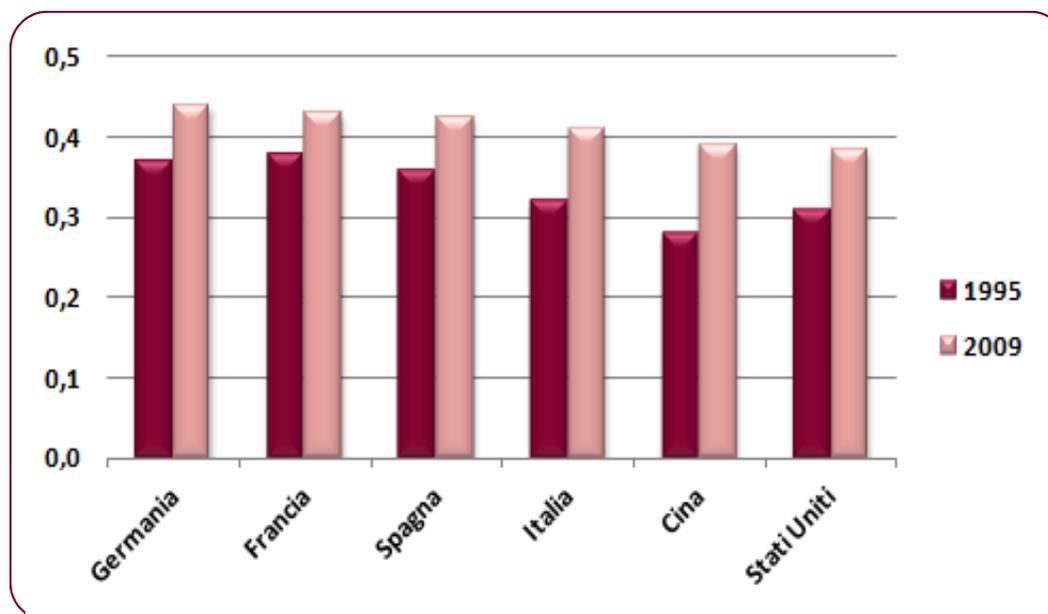
Top ten degli esportatori di manufatti per VA (\$ correnti)



In Europa cresce la partecipazione alle catene produttive mondiali ...



Partecipazione alle catene produttive mondiali (GVC Participation Index)



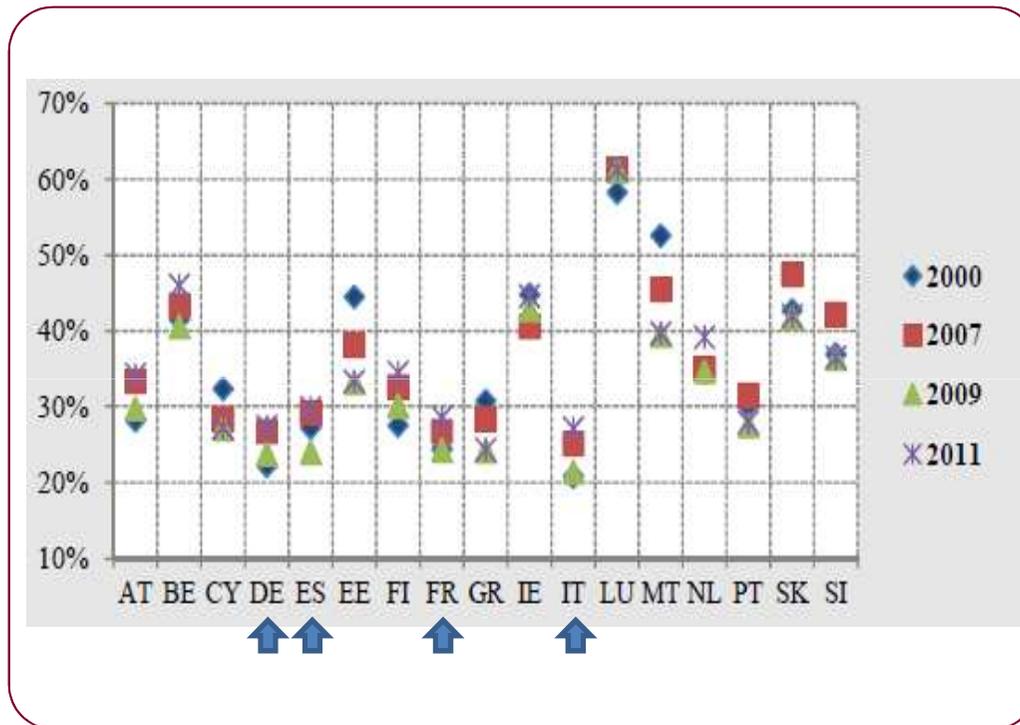
➤ Le catene produttive globali (*Global Value Chains*) consentono alle imprese di **produrre ed esportare beni finali, o condurre fasi intermedie del processo produttivo lavorando inputs importati prima di re-esportare**. L'utilizzo delle GVC consente ai paesi che vi partecipano di sfruttare al meglio i vantaggi comparativi sia in termini di **costi delle risorse e di efficienza, sia di vicinanza rispetto ai mercati di destinazione**. Il *Global Value Chains (GVC) Participation Index* (Koopman et al., 2011) consente di misurare tale fenomeno, considerando da una parte il grado di dipendenza dei paesi esportatori dalla fornitura di fattori intermedi provenienti dall'estero (quindi la quota di **Valore Aggiunto imputabile all'estero** nelle esportazioni), dall'altro il peso del **VA domestico** su quanto viene esportato verso paesi terzi.

➤ Nonostante la crisi, in Europa la maggioranza delle nazioni registra **un incremento del grado di partecipazione alle GVC**, confermando una maggiore specializzazione verticale della produzione.

... senza che si ridimensioni la capacità di creare valore in paesi ...



*Valore Aggiunto estero sulle esportazioni
(2000 – 2011, %)*



➤ Il Valore aggiunto imputabile all'estero nelle esportazioni torna a crescere nel 2011, dopo la debole contrazione del 2009, a riprova di una crescente integrazione mondiale delle economie dell'Area; **il fenomeno è evidente per l'Italia che registra un'incidenza di VA estero sui propri manufatti superiore ai picchi del 2007.**

➤ Ciononostante, **l'incidenza media di VA estero nell'export europeo rimane poco sopra al 30% nel 2011**, valore ben lontano dal confermare la visione secondo cui l'integrazione verso catene produttive globali comporterebbe un arresto del processo di crescita continua del valore aggiunto delle economie dell'Area.

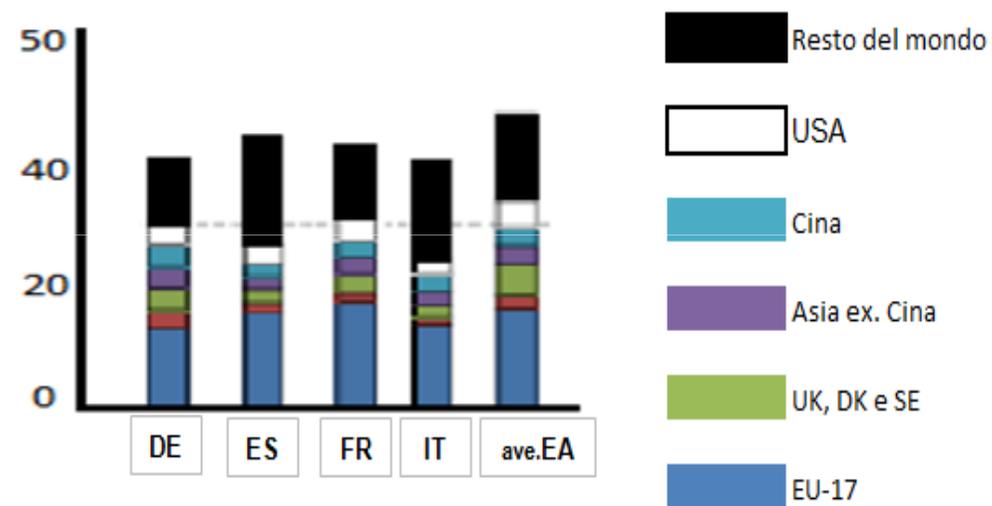
... sempre più integrati ...



➤ L'utilizzo di catene produttive globali ha inoltre consentito all'Europa una riorganizzazione dei processi produttivi ricorrendo ad una maggiore integrazione tra i paesi dello stesso Continente. **Sono infatti gli altri paesi dell'Area Euro ad avere il maggior peso nella formazione del VA estero dei manufatti esportati da ciascuna nazione.**

➤ **In Italia e Germania** il contributo fornito dagli altri paesi dell'Area sul VA estero è **inferiore alla media.**

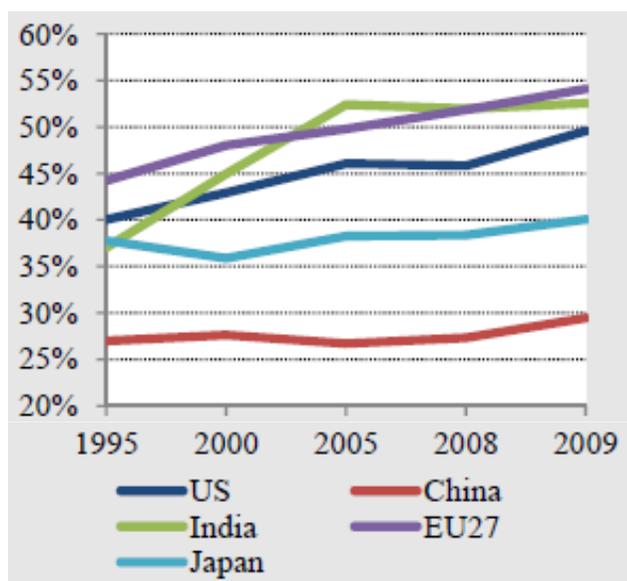
Peso del Valore Aggiunto estero (sulle esportazioni) per paesi di origine (2011,%)



... e grazie al ruolo giocato dai servizi nel processo produttivo e nella creazione di posti di lavoro.



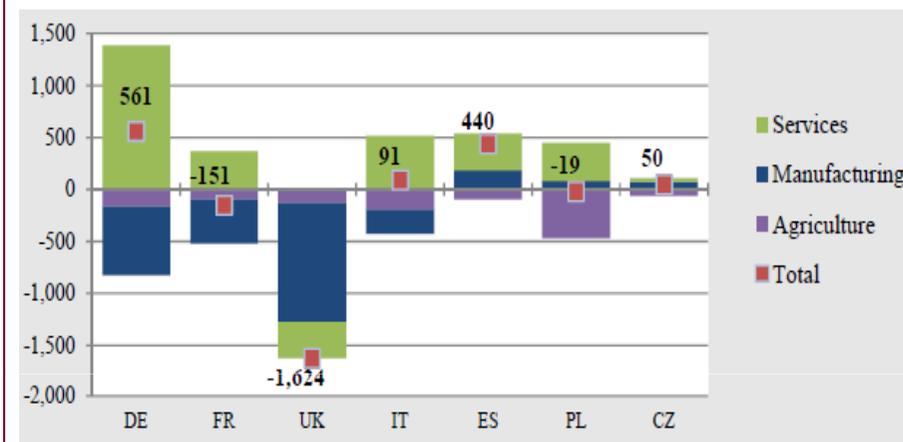
Valore Aggiunto da Servizi “presente” nelle esportazioni lorde (1995-2009)



➤ L'integrazione verso filiere produttive globali **accresce l'importanza dei servizi**. La produzione di manufatti finali “ingloba” infatti il VA dei servizi utilizzati durante il processo di produzione.

➤ Il peso del VA da servizi sui manufatti esportati dell'UE-27 è **maggiore** che nelle altre principali economie mondiali.

GVC Jobs creation (in migliaia), 1995 vs 2008

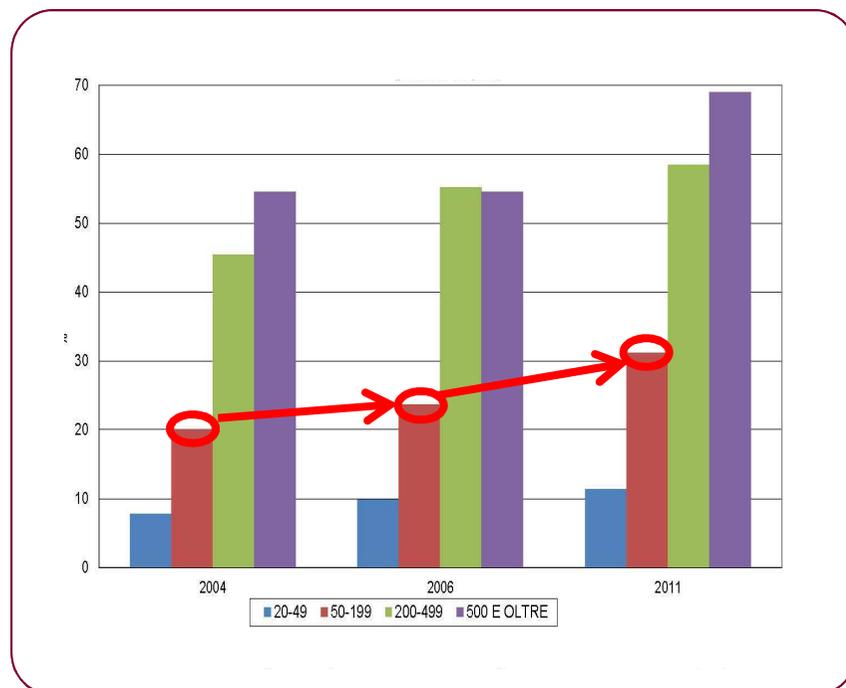


➤ Il comparto dei Servizi è inoltre contributore fondamentale per la creazione di posto di lavoro. Utilizzando il *Manufactures GVC Jobs Index* (Timmer et al. 2013), che computa il numero posti di lavoro associati a tutte le attività impiegate direttamente o indirettamente nella produzione di manufatti, si nota come **la creazione di posti di lavoro legata all'utilizzo di attività di servizio all'interno del processo produttivo verso il prodotto finale, più che compensa la perdita di unità registrata nel manifatturiero**. Tale fenomeno è evidente tra i paesi dell'Area, in particolare in **Germania e Spagna** (in misura minore in Italia).

Anche in Italia, nell'ultimo decennio, cresce il processo di internazionalizzazione d'impresa ...



Manifattura: diffusione delle imprese internazionalizzate per classe dimensionale (% di imprese)



➤ L'internazionalizzazione delle imprese italiane avviene tramite il canale commerciale (esportazioni) o quello produttivo (investimenti esteri).

➤ Secondo l'indagine Invind di Bankitalia sulle imprese industriali e dei servizi con 20 addetti e oltre, **più dei due terzi delle imprese manifatturiere italiane con 500 addetti ed oltre hanno stabilimenti all'estero**. Il maggior aumento della diffusione del fenomeno si registra nella classe dimensionale tra i **50 ed i 199 addetti**, mentre risulta scarsa la diffusione tra imprese con meno di 50 addetti.

Quota di imprese multinazionali per industria (20 addetti e oltre)

2004	2006	2011
13.4	15.9	18.7

Quota di imprese multinazionali per i servizi privati non finanziari (20 addetti e oltre)

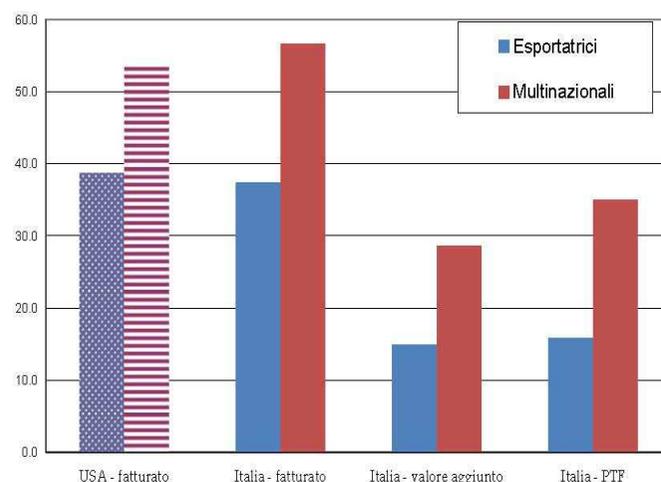
2004	2006	2011
4.8	5.9	8.3

... concentrato sulle imprese maggiormente produttive

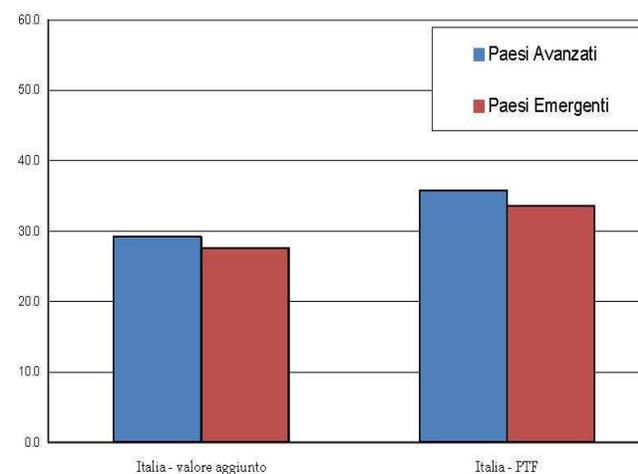


Indicatori di produttività delle imprese manifatturiere italiane a confronto: premio di produttività rispetto alle domestiche in p.p.

confronto esportatrici e multinazionali



confronto tra multinazionali in diverse aree ⁽¹⁾



Fonte: Helpman, Melitz e Yeaple, 2004 ed elaborazioni su dati Invind, integrati da Borin e Mancini (2013).

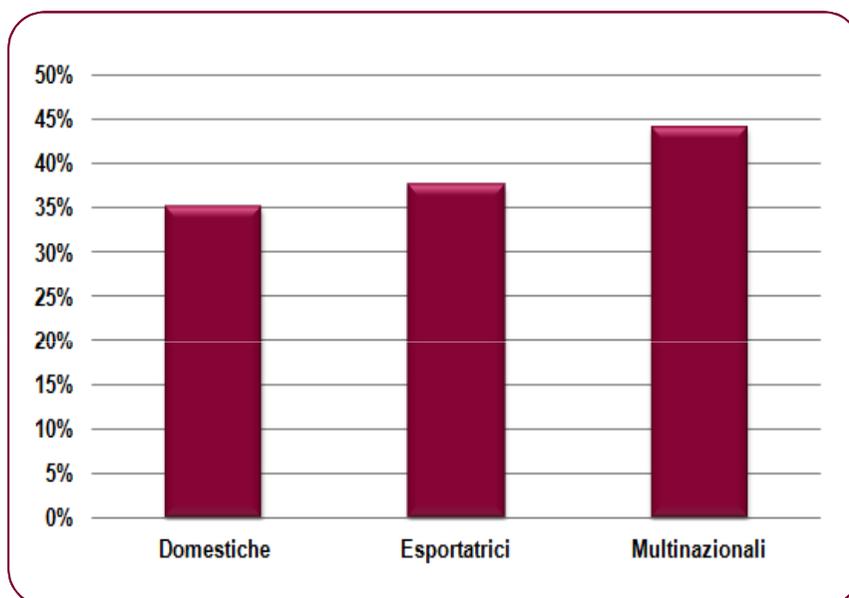
(1) Riferito ad aree di presenza "prevalente".

- Tra le imprese che internazionalizzano, il premio di produttività risulta maggiore per le multinazionali rispetto alle imprese esportatrici tradizionali.
- Oltre la metà delle presenze all'estero si concentra nei paesi avanzati, con Cina, Brasile e Romania principali poli di attrazione tra le *emerging economies*.

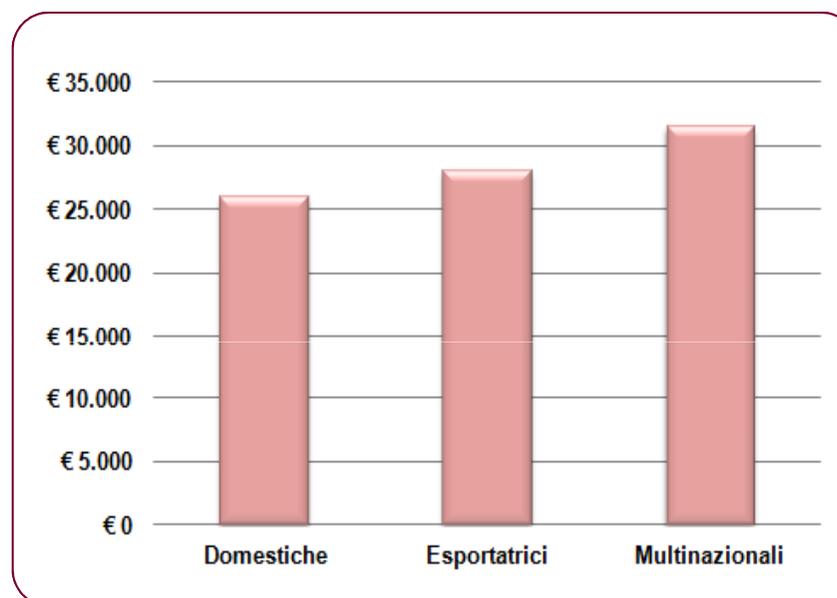
... e con maggior dotazione di capitale umano



Quota percentuale di white collar nelle imprese manifatturiere – anno 2011



Retribuzioni annue lorde nelle imprese manifatturiere – anno 2011 (euro)

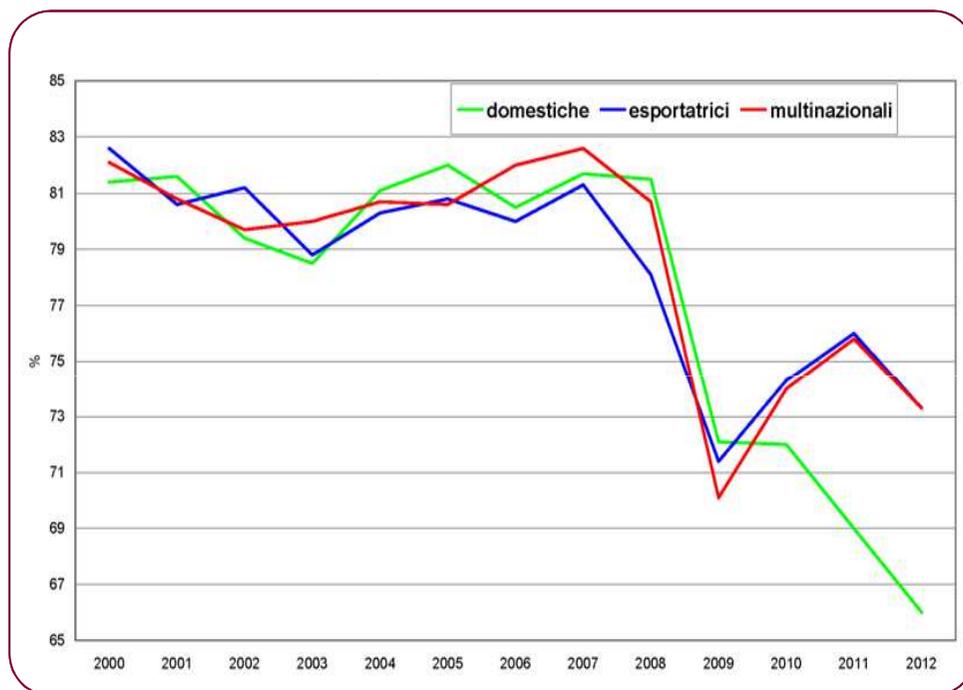


➤ Anche in termini di personale *skilled* e di retribuzioni salariali **spicca la leadership delle multinazionali**, seguite dalle **esportatrici**.

Il fenomeno è accentuato dalla crisi



Grado di utilizzo della capacità produttiva tecnica, 2000-2012 (imprese manifatturiere con 20 addetti e oltre)



➤ Secondo l'indagine Invind, nel 2009 una cospicua quota di imprese italiane segnalava una **strategia di reazione alla crisi di aumento dei mercati di sbocco e dell'intensità di internazionalizzazione**.

➤ La quota di imprese che hanno aumentato il grado di esposizione all'estero tra il 2006 ed il 2011 è risultata superiore a quante lo hanno ridotto (rispettivamente **14% vs 8%** delle aziende manifatturiere con almeno 20 addetti).

➤ Le imprese che hanno aumentato il grado di esposizione all'estero hanno manifestato una **dinamica del lavoro e della produttività migliore** nella seconda parte della crisi 2009-2011.

➤ Al contempo le imprese internazionalizzate mantengono la capacità produttiva tecnica in Italia.

➤ Internazionalizzarsi comporta quindi una **selezione ex ante delle aziende più grandi e produttive ma anche guadagni ex post** (acquisibili nel corso del tempo) **in termini di maggior fatturato e produttività totale dei fattori** rispetto ad imprese con caratteristiche analoghe ex ante, ma che non hanno investito all'estero.

L'internazionalizzazione produttiva ha quindi effetti positivi ma le imprese italiane segnalano ostacoli



Anno di inizio dell'operatività all'estero per settore d'impresa (% su tot risp.)

	Agricoltura	Commercio	Turismo	Costruzioni	Altri servizi	Industria alimentare, bevande e tabacco	Industria tessile, abbigliamento pelle e cuoio	Industria del legno, arredo, mobili	Industria meccanica, elettronica	Industria produzione energia, chimica, plastica	TOTALE
Da prima del 1990	43,5	40,5	44,0	43,8	42,9	47,2	62,0	40,5	44,3	56,3	47,5
Da prima del 2000 ma dopo il 1990	30,4	23,8	28,0	25,0	25,0	17,0	22,0	21,4	24,1	17,2	22,3
Da prima del 2010 ma dopo il 2000	21,7	33,3	28,0	25,0	25,0	26,4	14,0	28,6	29,1	21,8	25,8
Dal 2010	4,3	0,0	0,0	6,3	3,6	5,7	0,0	7,1	1,3	4,6	2,9
Dal 2011	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0	3,8	0,0	2,4	1,3	0,0	1,1
Dal 2012	0,0	0,0	0,0	0,0	3,6	0,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,4

➤ Secondo l'indagine Tagliacarne-Lexjus Sinacta (Focus PMI 2013) svolta su un campione rappresentativo di circa 1600 PMI italiane, i **settori produttivi che operano da più tempo sui mercati esteri** sono quelli della **filiera della moda** (tessile abbigliamento, pelli e cuoio), la **chimica/plastica e l'industria alimentare** ossia il cuore del *Made in Italy*. Appare evidente come avere un'internazionalizzazione sui mercati di lungo periodo sia direttamente correlato a fatturati d'impresa più elevati.

Ostacoli all'internazionalizzazione per dimensione d'impresa (% su tot risp.)

	Da 1 a 5 addetti	Da 6 a 9 addetti	10 e oltre addetti	Totale
Lingua	11,5	12,1	8,8	10,1
Conoscenza mercato	27,7	26,3	27,1	27,1
Problematiche doganali	16,9	14,1	16,6	16,2
Trasporti	7,7	8,1	6,4	7,1
Legislazione / Contrattualistica estera	4,6	9,1	9,8	8,4
Difficoltà accesso/onerosità credito bancario	9,2	3,0	6,1	6,3
Assicurazioni all'export	0,8	2,0	1,7	1,5
Canali commerciali inadeguati	5,4	4,0	4,4	4,6
Valutazione affidabilità partner	3,8	4,0	4,1	4,0
Marketing e definizione di politiche appropriate	8,5	4,0	4,7	5,5
Reperimento e addestramento personale per sedi estere	0,0	2,0	2,4	1,7
Reperimento e addestramento personale per operare con l'estero	0,8	3,0	4,7	3,4
Differenze culturali	3,8	3,0	4,4	4,0
Difficoltà di relazione	2,3	2,0	4,1	3,2
Altri ostacoli	3,8	11,1	5,8	6,3
Nessun ostacolo	41,5	42,4	43,7	42,9

➤ Le imprese segnalano come ostacolo più rilevante **all'internazionalizzazione, la scarsa conoscenza del mercato di destinazione**, seguito da **problematiche istituzionali** (politiche doganali) con i paesi *target*. **Inferiore risulta il peso di un difficile accesso al credito bancario.**

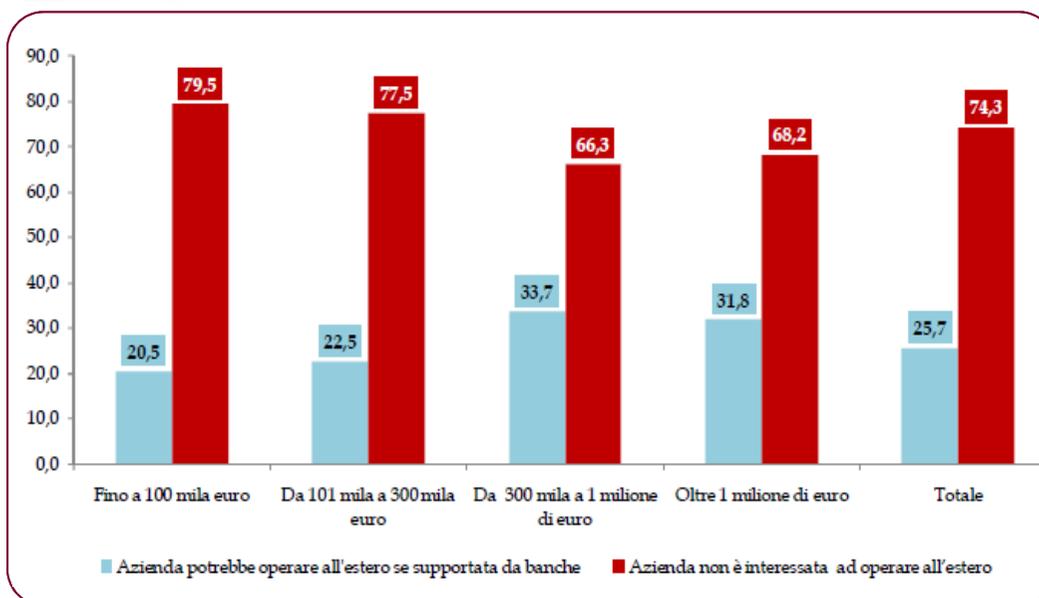
Il ruolo delle banche nei processi di internazionalizzazione non viene giudicato decisivo dalle piccole e medie imprese



Importanza del sostegno bancario all'internazionalizzazione per settore d'impresa (% su tot risp.)

	Agricoltura	Commercio	Turismo	Costruzioni	Altri servizi	Industria alimentare, bevande e tabacco	Industria tessile, abbigliamento pelle e cuoio	Industria del legno, arredo, mobili	Industria meccanica, elettronica	Industria produzione energia, chimica, plastica	Totale
Indispensabile	4,3	9,5	0,0	12,5	10,7	3,8	4,0	11,9	5,1	4,6	5,9
Molto Importante	52,2	26,2	52,0	18,8	28,6	41,5	42,0	23,8	33,5	46,0	36,8
Poco Importante	43,5	64,3	48,0	68,8	60,7	54,7	54,0	64,3	61,4	49,4	57,3

Giudizio delle imprese su un sostegno attivo delle banche all'internazionalizzazione per classe di fatturato (% su tot risp.)



➤ Per il 57% delle imprese oggetto del Focus PMI il sostegno bancario è ritenuto poco importante. Un supporto, spesso basato su garanzie reali e sicurezza del rientro dal prestito, viene infatti giudicato poco incisivo rispetto ai **rischiosi** processi d'internazionalizzazione e non idoneo a supportare **progetti imprenditoriali con break even point protratto nel tempo**.

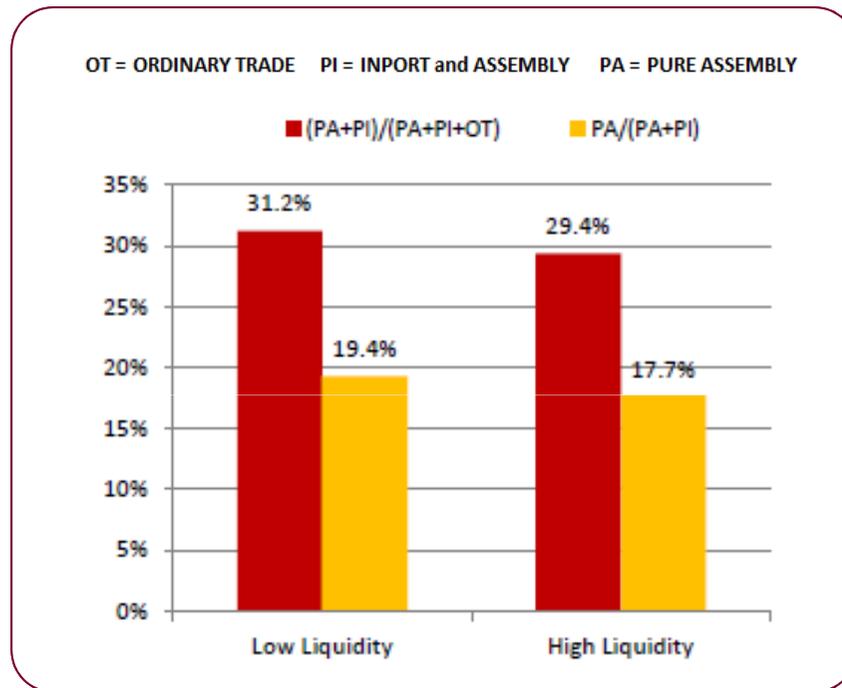
➤ L'intervento del sistema bancario è rilevante nell'internazionalizzazione di settori quale **l'agricolo** (credito rurale), **il turistico**, **la chimica**, **plastica ed energia**.

➤ Il ruolo del supporto bancario **crece al crescere della dimensione d'impresa**, risultando **prezioso per le aziende più strutturate**. I problemi di sostegno bancario all'internazionalizzazione sono maggiormente segnalati dalle imprese meno capitalizzate (ditte individuali); da questo punto di vista strumenti come il **consorzio fidi**, potrebbero facilitare il superamento di determinati vincoli al credito.

Ma la capacità di accesso al credito delle imprese può influire sul loro posizionamento nelle filiere produttive globali (1/2)



Tipologia d'impresa e liquidità (il caso cinese)



➤ Italia e Germania hanno un peso del manifatturiero sul Pil simile ed un analogo livello di coinvolgimento nelle GVC; tuttavia rispetto alle imprese tedesche le aziende italiane tendono a collocarsi nelle fasi intermedie della filiera internazionale (sub-fornitura).

➤ K. Manova e Z. Yu, (2014), analizzando la struttura d'impresa cinese, evidenziano come le limitazioni nell'accesso al credito possano determinare la posizione delle aziende all'interno della catena con riflessi sulla loro profittabilità.

➤ Le aziende che hanno facilità di accesso alla liquidità e presentano meno debiti a breve, tipicamente risultano esportatori tradizionali di manufatti piuttosto che aziende di lavorazione, o comunque aziende che importano ed assemblano, anziché imprese di puro assemblaggio.

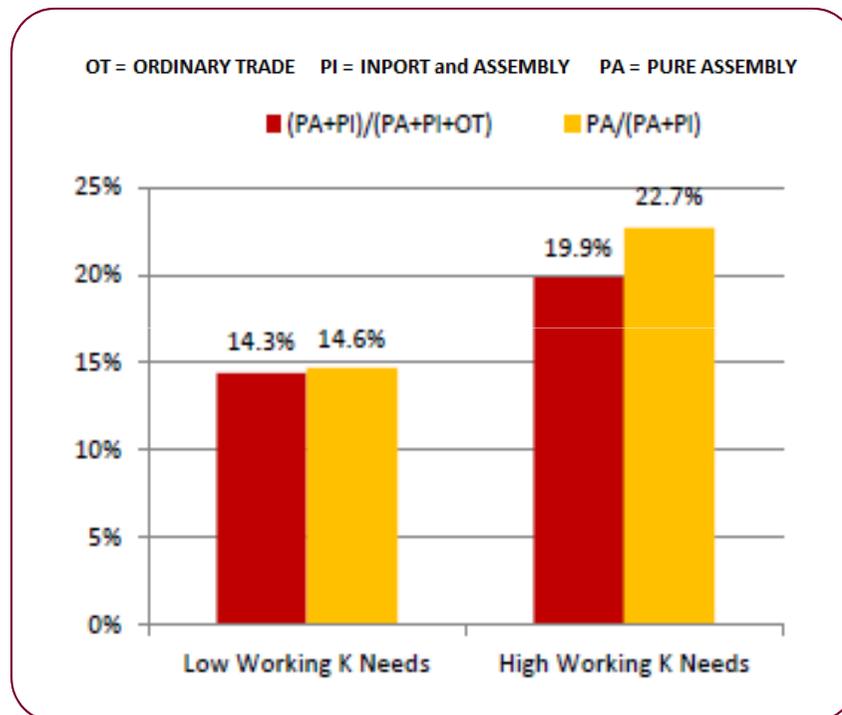
➤ Le aziende operanti nel commercio estero in settori finanziariamente più vulnerabili risultano tipicamente imprese di lavorazione e molto spesso di puro assemblaggio.

➤ Un accesso limitato alle fonti di finanziamento relega le imprese manifatturiere ai livelli bassi della catena di valore e preclude loro le più elevate opportunità di profitto.

Ma la capacità di accesso al credito delle imprese può influire sul loro posizionamento nelle filiere produttive globali (2/2)



Tipologia d'impresa e vulnerabilità finanziaria dei settori (il caso cinese)



➤ Le imprese inserite nelle filiere produttive globali hanno **maggiori possibilità di finanziarsi all'estero.**

➤ La scelta aziendale tra particolari regimi commerciali è molto sensibile alla salute finanziaria dell'azienda stessa e alla vulnerabilità del settore in cui opera, **quanto più l'esportatore opera in un mercato finanziario debole e quanto più la controparte, con cui si relaziona, opera invece in un mercato finanziario correttamente funzionante.**

➤ Esportatori che presentano vincoli nell'accesso al credito, **selezionano tipicamente regimi commerciali meno profittevoli**, che comportano **minore fabbisogno di liquidità**, quando vi è scarsa possibilità di ricorrere al mercato domestico di capitali, ma maggiori possibilità di finanziarsi all'estero.

➤ Esportatori che presentano vincoli all'accesso al credito, risulterebbero trarre **forte beneficio da un processo di liberalizzazione degli inputs da importare e da una segmentazione della produzione transfrontaliera.**

Il supporto degli istituti di credito



➤ Le banche supportano l'internazionalizzazione commerciale e produttiva delle imprese attraverso sostanzialmente tre tipologie di servizi offerti:



Tricky question per gli istituti di credito ...



➤ L'internazionalizzazione richiede **elevati costi fissi** per penetrare mercati esteri e insediarsi.

➤ Le esportazioni sono più *credit-intensive* delle vendite sul mercato interno (ciclo produttivo più lungo, maggiore rischio di inadempienza della controparte estera).



Effetti positivi sulla domanda di credito

➤ D'altra parte le imprese internazionalizzate sono **mediamente più produttive**, con **indicatori finanziari più robusti** (*cash flow, leverage*) e **maggiore ricorso all'autofinanziamento**.



Effetti negativi sulla domanda di credito

➤ Le banche potrebbero essere **non inclini a ridurre il credito verso clienti meno rischiosi** e con migliori prospettive.

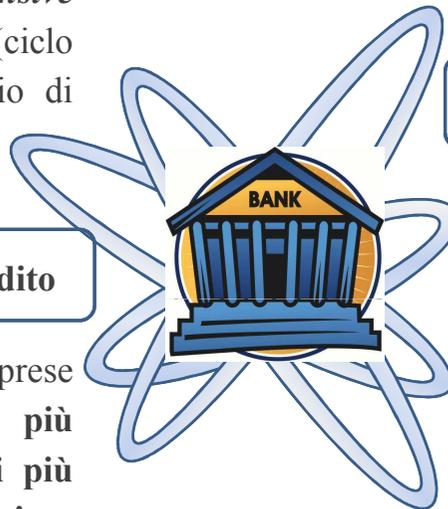


Effetti positivi sull'offerta di credito

➤ Forme di finanziamento come il *trade finance* sono molto **sensibili al rischio paese** e alle condizioni sui mercati interbancari.



Effetti negativi sull'offerta di credito



... e problemi di selezione avversa inducono alla ricerca dell'efficienza



➤ La concorrenza tra gli istituti nel tentativo di conquistare i clienti migliori e più profittevoli diviene una **leva rilevante per il sistema finanziario verso una maggiore ricerca dell'efficienza**. Solo banche efficienti sono in grado di competere per intercettare aziende virtuose in un mercato estremamente concorrenziale.

Contatti

Area Research & Investor Relations

Email: servizio.research@mps.it

Autori Pubblicazione

Lucia Lorenzoni

Email: lucia.lorenzoni@banca.mps.it

Tel: +39 0577-293753

Nicola Zambli

nicola.zambli@banca.mps.it

+39 0577-298593

Si ringrazia Francesco Iacono per la preziosa collaborazione alla stesura del report

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