



BANCHE ED OPERATORI ESTERI IN ITALIA

**Il supporto all'economia del Paese
nell'anno 2011**

Giugno 2012

Associazione fra le Banche Estere in Italia

In collaborazione con



Il rapporto è stato curato dal dott. Carlo Arlotta, partner di Consilia Business Management SpA e dal dott. Andrea Uselli, dell'Università degli Studi dell'Insubria. Benché il lavoro sia frutto di comune elaborazione, si attribuiscono a Carlo Arlotta i capitoli 2, 5 e 6 e a Andrea Uselli i capitoli 1, 3 e 4 e i paragrafi da 7.2 a 7.4.

Il paragrafo 7.1 è stato realizzato dalla dott.ssa Emanuela Atripaldi e dal dott. Lorenzo Esposito, della Divisione Supervisione Banche, Banca d'Italia, sede di Milano.

Le elaborazioni dei dati sono state curate dalla dott.ssa Alessandra Piro e dal dott. Mario Grasso, di Consilia Business Management SpA.

Si ringraziano la Divisione Supervisione Banche di Banca d'Italia, le Associazioni di Categoria, gli operatori di mercato e le Banche estere che hanno messo a disposizione i dati per l'analisi della presenza e della operatività degli intermediari e delle banche estere.

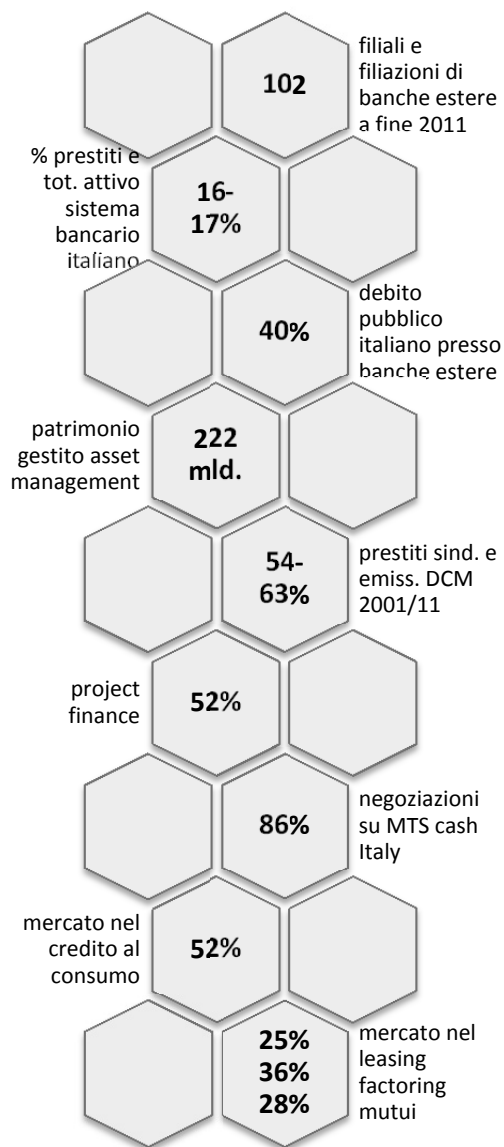
Il rapporto è aggiornato con le informazioni disponibili al 10 giugno 2012.

INDICE

	Presentazione	pag.	1
1.	Italia: un sistema aperto? Alcune considerazioni sull'internazionalizzazione in entrata nel nostro Paese	pag.	3
1.1	IDE in entrata e imprese a controllo estero in Italia: alcuni dati a confronto	»	4
1.2	La provenienza geografica delle multinazionali estere	»	8
1.3	Il ruolo delle banche a supporto dell'internazionalizzazione e le proposte del CIE	»	9
2.	Debito pubblico e rischio-sovrano	pag.	13
2.1	Alcune considerazioni sulle stime di Banca d'Italia	»	14
2.2	Le stime della BRI e del FMI	»	15
3.	Le modalità di presenza delle banche estere in Italia: alcune informazioni di struttura	pag.	21
3.1	Gli Uffici di Rappresentanza	»	21
3.2	Le filiali e le filiazioni di banche estere	»	23
3.3	L'andamento del numero di sportelli delle FBE	»	26
3.4	Il personale impiegato presso le banche estere	»	29
4.	Corporate & Investment Banking	pag.	31
4.1	La finanza strutturata	»	31
	4.1.1 <i>I prestiti sindacati</i>	»	31
	4.1.2 <i>Le operazioni di cartolarizzazione</i>	»	37
	4.1.3 <i>Il project finance</i>	»	40
4.2	Private equity e venture capital	»	44
4.3	Le operazioni di Merger & Acquisition	»	48
5.	Consulenza e operatività sui mercati dei capitali e negli strumenti derivati	pag.	55
5.1	L'attività delle banche estere nei Debt Capital Markets	»	55
5.2	L'operatività nell'Equity Capital Market	»	59
5.3	Le negoziazioni su MTS	»	63
5.4	Le negoziazioni sui mercati cash e Idem	»	65

5.4.1	<i>L'analisi del mercato cash</i>	<i>pag.</i>	<i>66</i>
5.4.2	<i>L'analisi del mercato Idem</i>	»	67
5.5	L'operatività su strumenti derivati	»	68
6.	Le attività di asset management	pag.	73
6.1	Gestione collettiva e di portafoglio: la quota di mercato detenuta dai gruppi esteri	»	73
6.2	Il grado di concentrazione nell'industria del risparmio gestito in Italia	»	77
6.3	Il ruolo degli intermediari esteri nel comparto dei fondi pensione	»	78
6.4	Alcune considerazioni di sintesi	»	80
7.	Raccolta e impieghi delle banche estere in Italia	pag.	81
7.1	L'andamento delle principali voci dei bilanci degli operatori esteri nel 2011	»	81
7.1.1	<i>Attività: finanziamenti</i>	»	81
7.1.2	<i>Attività: titoli</i>	»	83
7.1.3	<i>Attività: derivati finanziari</i>	»	84
7.1.4	<i>Passività: depositi</i>	»	87
7.1.5	<i>Passività: debiti verso banche</i>	»	88
7.2	L'esposizione creditizia verso il nostro Paese: le evidenze di un campione di banche estere attive in Italia	»	89
7.3	Raccolta e impieghi sul mercato domestico: alcune elaborazioni su un campione di banche estere <i>retail</i>	»	91
7.4	Il credito specializzato	»	94
7.4.1	<i>Il credito al consumo</i>	»	94
7.4.2	<i>Il leasing</i>	»	96
7.4.3	<i>Il factoring</i>	»	98
	Bibliografia	pag.	101
	Gli Autori	pag.	103

Highlights



PRESENTAZIONE

Da circa due anni, l'Associazione fra le Banche Estere in Italia (AIBE) si è impegnata in una raccolta sistematica di dati ed informazioni utili per illustrare le modalità di penetrazione e l'operatività delle banche estere nel nostro Paese.

Da tempo – in taluni casi da decenni – banche ed operatori finanziari esteri contribuiscono significativamente alla crescita della nostra economia reale ed al sostegno dei bisogni della clientela *retail* e corporate, proponendo prodotti e servizi di investimento e finanziari, unitamente all'offerta di consulenza ed assistenza che possono agevolare l'operare su larga scala delle imprese e soddisfare le esigenze finanziarie della clientela italiana.

E' appena il caso di ribadire quanto tali temi siano di attualità e di interesse, non solo per operatori specializzati, ma anche per l'intera comunità finanziaria, soprattutto alla luce delle difficoltà dei mercati bancari e finanziari a livello mondiale e delle tensioni sul debito sovrano che hanno riguardato e continuano a influenzare direttamente anche le scelte del nostro Paese.

Il rapporto analizza e aggiorna a fine 2011 i dati di penetrazione delle banche e degli operatori esteri attivi in Italia, cercando di fornire una panoramica delle principali linee di *business*, che riflette un'offerta diversificata e articolata.

Il ruolo delle banche estere si conferma molto importante e non è mai venuto meno anche nelle fasi più acute della crisi. Nel corso del 2011, ad esempio, i prestiti erogati dalle filiali di banche estere hanno avuto un andamento positivo in controtendenza rispetto a quello dei principali gruppi bancari italiani.

Ciò conferma non solo la "bontà" dei modelli operativi e di servizio delle banche estere e la grande attenzione che esse dedicano allo sviluppo di soluzioni innovative, efficaci e *low cost* che incontrino le esigenze di finanziamento e di investimento della clientela italiana, ma anche le potenzialità del mercato domestico, che anche grazie a tali operatori e alle soluzioni da loro offerte può trovare occasioni per il rilancio.

Non a caso il rapporto si apre con due approfondimenti, uno dedicato all'internazionalizzazione in entrata del nostro Paese e l'altro alle

caratteristiche del debito pubblico italiano, per porre l'accento su due dei principali punti di debolezza dell'Italia, ovvero la bassa attrattività nei confronti degli investitori esteri e l'elevato livello del debito pubblico, che – unitamente ad altri fattori – contribuisce a rallentare l'efficacia delle politiche e delle azioni di rilancio economico.

Seguono poi capitoli dedicati ai singoli comparti dell'intermediazione bancaria e finanziaria, in cui l'accento è posto sul livello di penetrazione raggiunto dagli operatori esteri e sul ruolo da questi svolto nel fare fronte alle esigenze della clientela domestica.

Anche quest'anno il rapporto è valorizzato dalla collaborazione con due autorevoli esponenti della sede di Milano della Banca d'Italia, che ringrazio per il contributo offerto e per i dati messi a disposizione; gli autori hanno offerto un contributo ricco di spunti che fornisce una panoramica a livello di sistema dei principali andamenti delle voci di composizione patrimoniale delle filiali di banche estere attive in Italia.

Auspico che l'attività di raccolta e pubblicazione dei dati sull'operatività delle banche estere possa continuare ad arricchirsi sempre di più dei preziosi contributi delle banche associate e delle Associazioni di categoria. Crediamo di aver raggiunto un risultato che, pur perfettibile, possa favorire la conoscenza della realtà delle banche estere e offrire occasioni di riflessione e discussione su temi di interesse all'interno della comunità finanziaria nazionale ed internazionale.

Guido Rosa

Presidente dell'Associazione fra le Banche Estere in Italia (AIBE)

Vice-Presidente dell'Associazione Bancaria Italiana (ABI)

CAPITOLO 1. ITALIA: UN SISTEMA APERTO? ALCUNE CONSIDERAZIONI SULL'INTERNA- ZIONALIZZAZIONE IN ENTRATA NEL NOSTRO PAESE

La crisi finanziaria e la recessione economica degli ultimi quattro anni hanno riproposto con attenzione e rilevanza il tema della globalizzazione e della capacità di trasmissione degli effetti della crisi da un Paese all'altro, con un "effetto domino" e sistemico. Tali conseguenze negative si sono così propagate da singoli sistemi economici – talvolta anche "periferici" – a Paesi limitrofi, non solo in senso geografico, ma anche – e soprattutto – in termini di interscambio commerciale e finanziario e di esposizione ai medesimi fattori di rischio macroeconomico.

Ci è quindi sembrato opportuno – all'interno del presente lavoro – dedicare un capitolo introduttivo ad una disamina della capacità del nostro Paese di attrarre investimenti dall'estero, non solo nel settore finanziario ma anche in altri comparti di attività economica.

L'analisi e la raccolta dei dati non sono agevoli, mancando *database* strutturati e completi.

Una recente indagine di Confindustria – "Più mondo in Italia. Attrarre investimenti esteri per crescere" (aprile 2012) – evidenzia come da diversi anni l'Italia sia in grado di attrarre meno investimenti esteri rispetto a Paesi comparabili. Ad esempio, se confrontata con le principali realtà europee (Regno Unito, Francia, Germania, Spagna), l'Italia è caratterizzata da minori investimenti diretti esteri in termini sia di stock sia di flusso annuo, divario che aumenta considerando i soli investimenti in ambiti di alta specializzazione (ad esempio l'1% degli investimenti cd. "*greenfield*"¹ in Italia sono relativi a design e ricerca & sviluppo, contro l'8,7% della Francia)².

¹ Secondo la definizione del Congresso delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo, gli Investimenti Diretti Esteri (IDE) sono investimenti da parte di un soggetto residente in un Paese rivolti a stabilire una relazione di lungo termine e ad acquisire interessi durevoli e di controllo in un'impresa residente in un altro Paese. Gli IDE presuppongono la volontà dell'investitore di acquisire un significativo livello di influenza sulla gestione dell'impresa (possessione di almeno il 10% delle azioni o quote dell'impresa partecipata) e si differenziano dagli investimenti di portafoglio perché questi ultimi sono semplici partecipazioni finanziarie di soggetti non interessati alla gestione aziendale. Gli IDE si distinguono di norma in "*greenfield*", che consistono nell'avvio *ex novo* di attività produt-

La disamina del quadro mondiale è di interesse per contestualizzare la posizione e lo scenario di riferimento al cui interno collocare il quadro nazionale.

A livello mondiale, secondo i dati del “World Investment Report 2011” dell’UNCTAD, nel 2010 il flusso globale di IDE in entrata è aumentato moderatamente (+5%) a 1.244 miliardi di dollari, ma si posiziona ancora il 15% al di sotto della media pre-crisi. Le stime dell’UNCTAD suggeriscono come nel 2013 tali flussi potranno ritornare ai valori del 2007 (circa 2.000 miliardi di dollari): la realizzazione o meno di tali stime dipenderà dal manifestarsi di eventuali e nuovi shock per le economie mondiali, che potranno derivare dai numerosi fattori di rischio e di instabilità ancora in gioco.

Nel 2010, per la prima volta, le economie dei Paesi in via di sviluppo e in transizione hanno attratto più della metà dei flussi di IDE in entrata a livello mondiale; al contrario, gli afflussi di IDE verso i Paesi sviluppati hanno continuato a diminuire.

In tali Paesi, la volatilità del contesto economico ha comportato che le imprese multinazionali siano rimaste relativamente caute circa i propri piani di investimento: fattori di rischio quali l’incertezza della *governance* economica mondiale, una possibile diffusa crisi del debito sovrano, gli squilibri del settore finanziario in alcuni Paesi sviluppati e alcuni segnali di “surriscaldamento” nelle principali economie emergenti potrebbero non consentire il recupero degli IDE ai livelli pre-crisi.

1.1 IDE in entrata e imprese a controllo estero in Italia: alcuni dati a confronto

L’analisi dei dati sull’internazionalizzazione attiva/passiva delle imprese italiane può prendere le mosse da alcuni dati e informazioni ricavabili dal *database* sugli IDE gestito a livello mondiale dall’UNCTAD e, con riferimento specifico al nostro Paese, dalla ricerca annuale condotta dall’ISTAT sulle imprese italiane a controllo estero.

tive (10-15% del flusso mondiale di IDE) e “*brownfield*”, relativi a processi di fusione aziendale o all’acquisizione di strutture già esistenti.

² Confindustria, “Più mondo in Italia. Attrarre investimenti esteri per crescere”, Milano, 12 aprile 2012.

Sebbene tali fonti non esauriscano le opportunità informative per qualificare il livello di internazionalizzazione del nostro Paese, si tratta di fonti autorevoli e ampiamente significative. A queste, salvo diversa specificazione, si farà riferimento nel seguito del capitolo.

Nel 2010 i flussi di IDE in entrata in Italia sono stati pari a 9,5 miliardi di \$ e l'Italia si è posizionata al 27esimo posto a livello mondiale nel *ranking* dei Paesi destinatari di IDE. La perdita di competitività, con riferimento a questo parametro, è piuttosto evidente se confrontiamo tale dato con quello pre-crisi (al 2007 i flussi di IDE verso il nostro Paese erano pari a 40,2 miliardi di \$) e, soprattutto, con la posizione dell'Italia (13esima a livello mondiale).

Anche a confronto con i Paesi UE, la posizione dell'Italia è peggiorata negli ultimi anni, nonostante un calo generalizzato degli IDE in entrata per i Paesi UE (da 850,5 miliardi del 2007 a 304,7 miliardi di \$ del 2010, -64,2%).

L'Italia nel 2010 è risultata solo il nono Paese della UE per capacità di attrarre IDE, ben distante da Belgio, Germania, Regno Unito, Francia, Irlanda e Spagna.

Il quadro è più o meno analogo osservando lo stock di IDE in entrata. Per l'Italia, a fine 2010 tale aggregato era pari a 337,4 mila miliardi di \$, solo il 5% dello stock a livello di Unione Europea.

Regno Unito e Francia potevano vantare uno stock di circa 3 volte superiore e nella speciale classifica l'Italia era sopravanzata anche da Germania e Belgio (con uno stock di IDE doppio rispetto a quello del nostro Paese), Spagna, Paesi Bassi e Svezia.

Soprattutto in periodi di congiuntura economica negativa, risulta particolarmente importante intercettare questi flussi di investimenti: infatti, gli investimenti esteri generano crescita, incrementano lo stock di capitale e possono così innescare un "percorso virtuoso" di diffusione delle conoscenze e della tecnologia, che consenta di raggiungere economie di scala e incrementare la produttività. Secondo recenti stime McKinsey per Confindustria, ogni 10 miliardi di euro di IDE in Italia potrebbero generare circa 2,5 miliardi di euro di valore aggiunto diretto e 0,23 punti percentuale di crescita strutturale annua del PIL.

Già oggi la componente estera nel controllo delle imprese italiane è rilevante. Secondo i dati ISTAT, le imprese a capitale estero – pur rappresentando solo lo 0,3% delle imprese attive in Italia – assorbono oltre 1,2 milioni di occupati (7% del totale occupati in Italia) e hanno generato (nel 2009) circa 445 miliardi di euro di fatturato. Il valore delle parteci-

pazioni estere (circa 5,2 miliardi di euro nel 2009) rappresentava circa il 5,2% del PIL.

Inoltre, tali imprese sostengono da sole circa un quarto delle spese in ricerca & sviluppo sostenute dalle imprese che operano nel nostro Paese. Questo risultato è ancora più significativo se mettiamo in relazione tali spese con il numero di addetti. Le imprese a controllo estero spendono circa 2.100 euro per addetto in R&S, circa 3,5 volte la spesa pro-capite delle imprese a controllo locale.

La disponibilità dei dati contenuti nelle indagini annuali ISTAT sulle imprese a controllo estero consente di costruire una breve serie storica per esprimere qualche considerazione sul trend recente relativo alla struttura e alle attività svolte da tali imprese sul territorio nazionale³.

Tab. 1 – Principali aggregati economici per le imprese a controllo estero attive in Italia (valori monetari in milioni di euro, % calcolate sul totale delle imprese a controllo estero, dati di fine anno) – Fonte: elaborazione propria su dati ISTAT

	2001		2005		2009	
	Numeri/ flussi	%	Numeri/ flussi	%	Numeri/ flussi	%
Numero di imprese a controllo estero	11.396	100	14.012	100	14.155	100
Industria	3.773	33,1	4.108	29,3	3.897	27,5
Servizi	7.623	66,9	9.904	70,7	10.258	72,5
<i>di cui: intermediazione monetaria e finanziaria</i>	598	5,2	562	4,0	572	4,0
Numero di addetti	1.003.693	100	1.175.235	100	1.221.962	100
Industria	534.864	53,3	497.940	42,4	471.515	38,6
Servizi	468.829	46,7	677.295	57,6	750.447	61,4
<i>di cui: intermediazione monetaria e finanziaria</i>	31.853	3,2	34.538	2,9	65.772	5,4
Fatturato	364.787	100	386.868	100	444.544	100
Industria	188.096	51,6	164.570	42,5	177.578	39,9
Servizi	176.691	48,4	222.298	57,5	266.966	60,1
Valore aggiunto	64.931	100	67.522	100	79.298	100
Industria	35.337	54,4	35.296	52,3	33.140	41,8
Servizi	29.594	45,6	32.226	47,7	46.158	58,2

Nel 2001 le imprese a controllo estero residenti in Italia erano circa 11.400, lo 0,3% del numero complessivo delle imprese dell'industria e dei servizi.

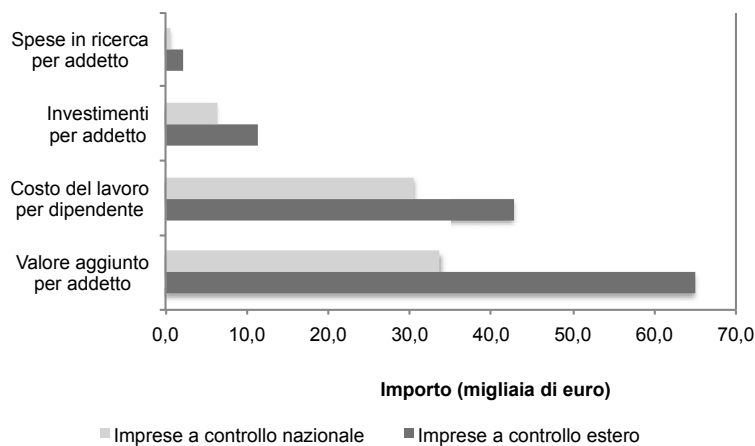
³ La prima indagine è stata pubblicata nel 2004 su dati 2001. Ad oggi sono disponibili le indagini annuali aggiornate alla fine del 2009. Cfr. Istat, "Struttura e attività delle imprese a controllo estero", Statistiche in breve, anni vari.

Nel tempo tale aggregato è significativamente cresciuto: nel 2009 esse erano 14.155 e hanno continuato a contribuire significativamente alla composizione dei principali aggregati economici. Esse, infatti, generano il 16,8% del fatturato e il 12,6% del valore aggiunto delle imprese dell'industria e dei servizi. Ugualmente rilevante è il contributo agli scambi internazionali, con una quota del 25,2% delle esportazioni e del 42,1% delle importazioni.

Nel periodo 2001/09 il numero di imprese è cresciuto del 24% e tassi di crescita non dissimili hanno riguardato il numero di addetti e i flussi di fatturato e valore aggiunto.

Limitatamente al dato stock di numerosità di imprese e addetti, è disponibile anche un'informazione disaggregata che – all'interno del macrosettore “Servizi” – evidenzia il peso del settore di attività “Intermediazione monetaria e finanziaria”. Tra il 2001 e il 2009 il numero delle imprese è – seppur di poco – diminuito, mentre il numero di addetti è più che raddoppiato (oltre 65.000 unità a fine 2009).

Fig. 1 – Le performance delle imprese a controllo estero e a controllo nazionale a confronto (valori monetari in migliaia di euro, anno 2009) – Fonte: rielaborazione propria su dati ISTAT



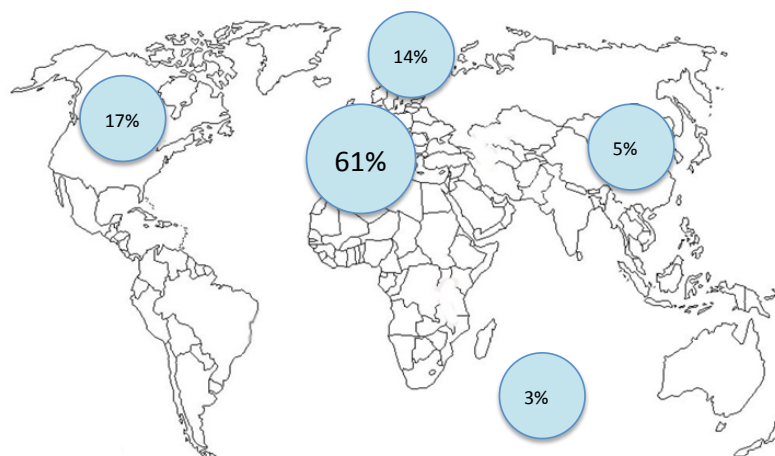
Le migliori performance delle imprese a controllo estero – rispetto a quelle a controllo locale – emergono dall'analisi della fig. 1. In particolare, il valore aggiunto per addetto per le imprese a controllo estero è più che doppio rispetto alle imprese a controllo locale.

Altrettanto significativa è la redditività operativa, misurata dal rapporto tra valore aggiunto e margine operativo lordo: nel 2009 tale redditività per le imprese a controllo estero si è attestata al 34,2%, più del triplo rispetto alle imprese a controllo nazionale (9,9%). Inoltre, le prime presentano anche una dimensione media più grande: 86,3 addetti, rispetto ai 3,7 delle imprese a controllo locale.

1.2 La provenienza geografica delle multinazionali estere

A fine 2009, il 61,1% delle multinazionali estere presenti in Italia era residente in un Paese dell'Unione Europea (fig. 2). Importanti sono anche le aree del Nord-America (17%) e gli altri Paesi Europei (14%). Marginali sono le altre aree geografiche: i Paesi asiatici, pur rappresentando solo il 5% del numero di imprese, contribuiscono tuttavia all'8% del fatturato e a oltre il 10% delle importazioni.

Fig. 2 – La provenienza geografica degli investitori esteri (% su numero imprese estere attive in Italia, dati al 2009) – Fonte: rielaborazione propria su dati ISTAT



La classifica per Paesi è guidata dagli USA (2.383 imprese, pari al 16,8% del totale imprese a controllo estero a fine 2009, cfr. tab. 2), mentre l'unico Paese non europeo presente nella *top ten* è il Giappone, collocato in decima posizione.

Il contributo dei primi 10 Paesi è particolarmente significativo, rappresentando nel 2009, circa l'80% del numero di imprese e oltre l'85%

del numero di addetti; percentuali non dissimili spiegano, inoltre, la loro incidenza sul fatturato e sul valore aggiunto.

Il *ranking* per Paesi non presenta significative differenze osservando gli anni 2007 e 2008 (gli unici per i quali ISTAT ha prodotto tale classifica), né disaggregando il dato per “Industria” e “Servizi”.

Tab. 2 – *Principali Paesi di provenienza delle imprese a controllo estero (valori in unità e in %, dati a fine 2009) – Fonte: elaborazione propria su dati ISTAT*

Paesi di residenza (primi 10 Paesi per numero di imprese)	Numero di imprese	%	Numero di addetti	%	Quote in % sul totale imprese a controllo estero	
					Fatturato	Valore aggiunto
Stati Uniti	2.383	16,8	277.285	22,7	21,5	25,3
Germania	2.009	14,2	167.144	13,7	15,4	11,3
Francia	1.879	13,3	246.949	20,2	16,2	15,5
Svizzera	1.470	10,4	94.612	7,7	6,7	7,3
Regno Unito	1.194	8,4	105.206	8,6	10,5	13,0
Paesi Bassi	596	4,2	53.327	4,4	5,9	5,1
Spagna	585	4,1	23.494	1,9	1,4	1,6
Lussemburgo	476	3,4	26.101	2,1	1,6	1,6
Austria	350	2,5	23.814	1,9	0,9	1,2
Giappone	313	2,2	27.337	2,2	3,4	2,1
Totale imprese a controllo estero	14.155		1.221.962			
Quota % primi dieci Paesi sul totale imprese a controllo estero		79,5		85,5	83,5	83,9

1.3 Il ruolo delle banche a supporto dell'internazionalizzazione e le proposte del CIE

La ricerca 2011 sull'internazionalizzazione delle imprese lombarde di Confindustria Lombardia evidenzia come circa il 40% delle imprese lombarde attive sui mercati esteri ha segnalato di aver usufruito dei servizi di almeno un'istituzione a supporto dell'internazionalizzazione (sistema camerale, ICE, SACE, banche, ecc.)⁴.

Secondo le evidenze del campione contattato da Confindustria Lombardia, il sistema bancario è stato coinvolto nel 19% dei casi, posizionandosi così al secondo posto in ordine di preferenza e preceduto solo dall'assistenza offerta dal sistema camerale.

⁴ Confindustria Lombardia, “L'internazionalizzazione delle imprese lombarde”, marzo 2011, pag. 45.

Sebbene in questo caso si faccia riferimento alla cd. internazionalizzazione in uscita e quindi all'accesso ai mercati esteri da parte di imprese italiane, è interessante fornire una valutazione del possibile ruolo delle banche – italiane ed estere – a supporto dell'internazionalizzazione.

La ricerca di Confindustria Lombardia evidenzia come le banche vengano sempre più percepite come un partner cruciale, non solo per quanto attiene alla disponibilità e all'accesso ai canali di finanziamento, ma anche con riferimento alla valutazione dei rischi di natura finanziaria ed operativa/legale conseguenti ad un processo di internazionalizzazione, alla definizione delle necessarie coperture su tali esposizioni e alla erogazione di supporti consulenziali (stesura di un *business plan*, accesso alle informazioni *in loco*, ecc.).

La teoria dell'*international banking* ricorda come la strategia cd. *follower your customer* sia stata nel tempo una delle principali motivazioni che hanno spiegato l'operatività su base transnazionale di una banca. Le risposte delle imprese segnalano implicitamente come tale "motivazione" sia ancora fortemente valida: la presenza di una banca partner nell'accompagnamento all'estero è fondamentale. Come può essere intuito, sono soprattutto le imprese di minori dimensioni che – stante alcune carenze informative o strumentali che devono scontare – formulano le maggiori aspettative circa la presenza di una banca partner.

Senza dubbio questo aspetto è molto importante anche nella prospettiva delle banche estere presenti in Italia. Come è noto, alcune di queste hanno avviato una strategia di insediamento nel nostro Paese avendo seguito proprie imprese clienti che, a loro volta, si erano internazionalizzate. Lo sviluppo di specifiche competenze di *lending* e di *advisory* ha valorizzato il posizionamento strategico degli operatori finanziari esteri che, oggi, potrebbero "dirottare" una parte di tali servizi consulenziali anche a favore delle stesse imprese italiane per la loro internazionalizzazione in uscita, favorendone la crescita dimensionale e l'affermazione sui mercati esteri.

Ci sembra quindi che il ruolo delle banche estere attive in Italia possa giocarsi almeno su due fronti. Da un lato, è auspicabile non solo che esse non abbandonino la piazza italiana (si vedano anche le considerazioni successive sulla capacità di sostenere, ad esempio, il debito pubblico italiano), ma – anzi – che rinnovino i loro impegni a fianco delle multinazionali dei rispettivi Paesi di provenienza, specie quelle di più recente insediamento, per "accompagnarle" all'interno del mercato italiano e far così fronte alle sue difficoltà, storture e inefficienze. Come segnalato an-

che nel più recente rapporto della World Bank, l'Italia si colloca solo all'87esimo posto – su 183 Paesi analizzati – per la “qualità” del *business environment* e del contesto normativo ed operativo al cui interno devono muoversi le imprese⁵.

A conclusioni non dissimili giunge anche il “*The Global Competitiveness Report 2011–2012*” del World Economic Forum, secondo il quale l'Italia si posiziona al 43esimo posto – su 142 Paesi analizzati – in termini di competitività complessiva del sistema Paese, sulla quale pesano – tra i principali fattori negativi – alcune debolezze strutturali legate alla rigidità e alle inefficienze del mercato del lavoro (123esimo posto), al limitato sviluppo dei mercati finanziari (97esimo) e alla presenza di rischi sistemiche (92esimo posto con riferimento al cd. *macroeconomic environment*).

In periodi di difficoltà economica come quelli attuali, la capacità di attirare e trattenere gli investimenti dall'estero può davvero trasformarsi in un elemento di “valore aggiunto”. La stessa Confindustria ha recentemente ribadito – per voce dell'allora Presidente Emma Marcegaglia – che l'attrazione degli investimenti esteri “deve essere una priorità assoluta” e per questo servono proposte e linee di intervento nell'ambito del mercato del lavoro, in quello fiscale e della giustizia⁶.

In particolare, le proposte recentemente formulate dal Comitato Investitori Esteri (CIE) di Confindustria puntano ad attenuare o ridurre, se possibile, l'effetto negativo dei principali fattori che oggi limitano l'attrattività del mercato italiano e, quindi, la localizzazione di IDE nel nostro Paese.

Esse sono state articolate in quattro ambiti di intervento, che corrispondono a quattro tavoli di lavoro: programmi e strutture di attrazione; armonizzazione normativa (fisco e lavoro); scuola, università e formazione; ricerca e innovazione.

⁵ World Bank, “*Doing business in a more transparent world*”, Washington D.C. (USA), 2012. L'indagine, svolta con periodicità annuale dal 2003, offre una misura quantitativa del *business environment* in cui operano le piccole e medie imprese in 183 Paesi del mondo (dati riferiti al rapporto 2012), sulla base dell'analisi di vari indicatori, fra cui l'avvio di un'attività imprenditoriale, l'ottenimento di permessi edilizi e gli allacciamenti alle utenze, le condizioni per il trasferimento di una proprietà immobiliare, la risoluzione di una controversia commerciale, la facilità di accesso al credito, il pagamento delle imposte, la tutela degli investitori, gli scambi internazionali, il rispetto dei contratti e la gestione delle insolvenze.

⁶ Cavestri L., “*Investimenti esteri. Tandem Confindustria-Ministero dello Sviluppo per tradurre in azioni le proposte delle imprese*”, Il Sole 24 Ore, 13 aprile 2012, pag. 44.

La costituzione di un'Agenzia Nazionale che agisca come interlocutore unico per attrarre gli investimenti esteri potrebbe rappresentare un primo "pilastro" non solo per acquisire consapevolezza della loro importanza strategica, ma anche per contribuire a definire un quadro di "certezza" al cui interno gestire e fare fronte ai vincoli regolamentari e alle procedure burocratiche che oggi sono in Italia più onerosi rispetto ad altri Paesi.

Grande attenzione, in tema di armonizzazione normativa, è stata data alle tematiche fiscali e al mercato del lavoro. Su questi temi è da tempo impegnata anche AIBE con l'attività delle Commissioni Tecniche, il cui lavoro ha consentito di presidiare e conoscere meglio tematiche operative di interesse non solo per le Associate ma anche per l'intero sistema bancario e finanziario.

Le proposte in ambito fiscale riguardano, fra l'altro, la semplificazione e l'armonizzazione della normativa sulle attività *cross-border*, il costante monitoraggio dei paradisi fiscali e la regolamentazione in materia di *transfer pricing*.

Se queste proposte non troveranno un'attuazione nel breve periodo il rischio concreto, già paventato nel rapporto di Confindustria Lombardia, è quello di assistere ad un progressivo indebolimento degli investimenti dall'estero, ovvero alla loro "trasformazione" in strategie di insediamento dal carattere predatorio, che lascino nel nostro Paese le attività a minor valor aggiunto e riducano il ruolo delle filiali italiane a quello di reti distributive a presidio delle quote di mercato conquistate⁷.

⁷ Confindustria Lombardia, "L'internazionalizzazione delle imprese lombarde", marzo 2011 e marzo 2012.

CAPITOLO 2. DEBITO PUBBLICO E RISCHIO SOVRANO

Il 2011 e questi primi mesi del 2012 hanno portato in evidenza la crisi del debito sovrano di numerosi Paesi europei, che rappresenta così “il principale fattore di rischio per l’economia mondiale”¹. La crisi, come è noto, ha toccato direttamente anche l’Italia, che, insieme ad altri Paesi europei, ha subito successivi *downgrading* del proprio merito creditizio da parte delle agenzie di rating.

Ciò ha innalzato gli *spread* sulle emissioni del debito pubblico italiano – rispetto a tassi *risk-free* convenzionalmente espressi dal rendimento di titoli pubblici tedeschi – a livelli probabilmente non sostenibili nel medio/lungo termine.

Nella seconda parte del 2011, grazie all’adozione di misure di consolidamento fiscale, agli interventi in materia previdenziale e alla definizione di riforme e misure urgenti per la crescita economica, le tensioni sul mercato del debito sovrano si sono ridotte, riportando così un certo grado di fiducia sulla sostenibilità dei conti pubblici².

L’Italia detiene uno degli stock di debito pubblico più elevati del mondo: le stime più recenti di Banca d’Italia fissano tale quota a poco meno di 2.000 miliardi di euro. Secondo la classifica stilata dal World Economic Forum, l’Italia occupava – nel 2010 – il 138esimo posto (su 142 Paesi analizzati) nella classifica dell’incidenza in % del debito pubblico sul PIL³.

Banca d’Italia e Ministero dell’Economia e delle Finanze hanno elaborato numerose stime per quantificare l’effetto atteso sul rapporto debito/PIL derivante dalle manovre correttive sui conti pubblici. Sotto l’ipotesi di una piena efficacia di tali interventi, il rapporto debito/PIL – previsto ancora in crescita a circa il 123% per il 2012 – potrebbe iniziare ad invertire il trend già a partire dall’anno prossimo, anche in condizioni di relativa debolezza del contesto economico. Nel medio/lungo termine, invece, il mantenimento del pareggio di bilancio – come previsto dalle regole europee – potrebbe accentuare la flessione del rapporto debi-

¹ Banca d’Italia, “*Rapporto sulla stabilità finanziaria*”, n° 2, Roma, novembre 2011.

² Banca d’Italia, “*Rapporto sulla stabilità finanziaria*”, n° 3, Roma, aprile 2012.

³ World Economic Forum, “*The Global Competitiveness Report 2011–2012*”, Ginevra, pag. 426. Per il 2010 era stato quantificato un rapporto debito/PIL per il nostro Paese pari a 119% che pone l’Italia davanti solo a Libano (136,7), Giamaica (139,7), Grecia (142) e Giappone (220,3).

to/PIL. In un contesto di relativa stabilità sia del costo del debito sia del tasso di crescita del PIL, secondo queste simulazioni il rapporto debito/PIL scenderebbe al 121% nel 2013 e al di sotto del 100% nel 2019.

Al di là del contributo dell'analisi del debito pubblico alle valutazioni di sostenibilità finanziaria, è interessante focalizzare l'attenzione anche sulle caratteristiche di tale debito.

Le stime e i dati disponibili – di fonte Banca d'Italia, Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) e FMI – sono parzialmente differenti ma, nel complesso, allineati. Per comodità espositiva nel seguito del capitolo si farà riferimento prima ai dati dell'Autorità di vigilanza e poi ad altre evidenze che derivano dall'analisi dei dati raccolti dalla BRI e dal FMI.

2.1 Alcune considerazioni sulle stime di Banca d'Italia

A fine marzo 2012, il debito delle Amministrazioni Pubbliche italiane ammontava a 1.946 miliardi di euro, in crescita del 2,6% rispetto allo stock di fine dicembre 2011 e del 5,7% rispetto a fine dicembre 2010. Di questi, poco più dell'8% è costituito da titoli di breve termine, mentre i titoli a medio/lungo termine rappresentano il 75,8%. La quota detenuta da non residenti (poco meno del 40%), pur essendo rilevante, è comunque relativamente contenuta nel confronto internazionale.

All'interno dello stock complessivo del debito pubblico, circa l'80% è rappresentato da emissioni di titoli di Stato nelle diverse forme tecniche e scadenze: le famiglie residenti ne detengono una quota pari all'incirca al 14%, seguite da banche, compagnie di assicurazione e fondi comuni (complessivamente il 26,1%). Secondo le rilevazioni di Banca d'Italia, nel secondo semestre del 2011 gli investitori esteri hanno venduto titoli pubblici italiani in misura significativa: a seguito di tali operazioni la quota da essi detenuta è passata dal 47 al 40% tra giugno e dicembre 2011. Peraltro i dati della bilancia dei pagamenti di gennaio/febbraio 2012 segnalano come tali disinvestimenti netti siano proseguiti sulle scadenze di medio/lungo termine. Viceversa, sono ripresi gli acquisti netti su titoli di Stato con scadenza inferiore all'anno⁴.

⁴ Le quote qui indicate sono al netto di una stima dei titoli detenuti da fondi e gestioni esteri riconducibili a risparmiatori italiani. Al lordo di tali titoli la quota degli investitori esteri scende dal 52% di giugno 2011 al 46% di dicembre 2011 (cfr. Banca d'Italia, "Rapporto sulla stabilità finanziaria", n° 3, Roma, aprile 2012) Secondo le stime del FMI, la quota del debito pubblico – e non solo dei titoli di Stato – detenuta da soggetti

Rispetto al periodo precedente alle tensioni sul debito sovrano nell'area dell'euro, secondo le rilevazioni di Banca d'Italia "la composizione percentuale dei detentori di titoli di Stato non è mutata in misura significativa"⁵, anche se alcuni fatti sono degni di essere menzionati.

In primo luogo, la quota detenuta dalle banche italiane è cresciuta: dopo le immissioni di liquidità da parte della BCE alle banche europee a dicembre 2011 e febbraio 2012 e tenuto conto della particolare fragilità delle condizioni del nostro debito pubblico, le banche italiane hanno sostenuto la domanda delle nuove emissioni, contribuendo ad agevolare con successo il collocamento. Questo è stato anche un importante segnale di fiducia per i mercati, unitamente all'avvio delle misure correttive sui conti pubblici, e ciò ha contribuito a mitigare le tensioni sul debito italiano.

In secondo luogo la domanda degli operatori esteri è stata significativamente influenzata dalle condizioni di mercato. Già nel corso del 2010, alcune stime dell'European Banking Authority (EBA) evidenziavano come alcuni soggetti esteri – in particolare banche tedesche – avevano avviato azioni di riduzione dell'esposizione sui titoli italiani. Secondo altre stime della Banca dei Regolamenti Internazionali, tali scelte si sarebbero ulteriormente rafforzate nel 2011. Tuttavia, a fronte di una riduzione dell'esposizione delle banche europee, si sarebbe osservato un incremento negli acquisti da parte di altri operatori esteri.

Infine, ricerche ancora più recenti – diffuse a inizio 2012 – sembrano suggerire un quadro ancora prudente per le principali banche internazionali nella revisione delle strategie di medio termine di investimento sul mercato italiano.

2.2 Le stime della BRI e del FMI

Sulla base di alcuni dati preliminari pubblicati dalla BRI, a fine 2011 l'esposizione complessiva dei soggetti esteri verso il nostro Paese (cd. *foreign claims*), ottenuta conteggiando congiuntamente debito pubblico e privato, è diminuita da 936 (giugno 2011) a 715 miliardi di dollari, di cui

esteri nel 2011 era pari al 43,7%, circa 10 punti percentuali in meno rispetto alla media dell'area dell'euro (dato al 2010), 8 in meno della Germania e 15 della Francia. Cfr. FMI, *Fiscal monitor. Balancing Fiscal Policy Risks*, aprile 2012.

⁵ Banca d'Italia, "Rapporto sulla stabilità finanziaria", n° 2, Roma, novembre 2011.

174 relativi al solo settore pubblico. Anche la sola quota del debito detenuta dalle banche estere è in calo: nel 2011 la quota di debito italiano sottoscritta da banche europee è passata da 783 a 645 miliardi di dollari (-17,7%) e un calo quasi analogo ha riguardato la quota – ancorché più modesta – detenuta da banche extra-europee (tab. 1).

Tab. 1 – *Andamento del debito italiano (pubblico e privato) verso l'estero (valori in milioni di dollari USA, stock di debito outstanding a fine periodo) – Fonte: rielaborazione propria su dati BRI*

	dic. 2008	dic. 2009	dic. 2010	giugno 2011	dic. 2011
Debiti verso l'estero (Foreign claims)	1.100.399	1.144.035	867.283	936.317	715.420
di cui: Settore pubblico	424.571	470.982	261.626	288.761	174.358
di cui: Banche	218.761	182.651	147.675	161.343	109.031
di cui: Settore privato non finanziario	456.352	489.350	457.000	485.221	431.234
di cui: banche europee			783.867	837.451	645.133
di cui: banche non europee			83.416	98.866	70.287

Con riferimento al solo debito pubblico, la diminuzione è ancora più significativa: la quota detenuta dalle banche europee è diminuita del 34,1% nel 2011 (-38,8% nel solo secondo semestre 2011), la quota delle banche extra-europee del 29,2% (-43,5% tra giugno e dicembre 2011).

Su tali andamenti hanno pesato significativamente non solo le tensioni *country-specific* relative alle condizioni di instabilità che hanno caratterizzato negli ultimi mesi il nostro Paese, ma anche un calo generalizzato dei prestiti internazionali a causa del perdurare dei segnali recessivi su scala mondiale.

Nella tab. 2 si riportano i dati relativi alla distribuzione geografica dei principali Paesi detentori del debito pubblico italiano. Pur in mancanza di ulteriori informazioni di dettaglio, possiamo presumere che si tratti per lo più di banche e altri intermediari esteri (fondi pensione, assicurazioni).

I primi tre Paesi (Francia, Germania e Giappone) detengono poco meno di 3/4 (73,1%) del debito pubblico *outstanding* a fine 2011. Tra i Paesi che non fanno parte dell'area dell'euro, rileva in particolare – oltre al già citato Giappone – il peso di USA e Regno Unito (di poco inferiore, complessivamente, al 10%).

Tab. 2 – Composizione del debito pubblico italiano detenuto all'estero (valori in milioni di dollari USA e in %, stock di debito outstanding a fine periodo) – Fonte: rielaborazione propria su dati BRI

Paesi (a)	dic. 2010		giugno 2011		dic. 2011	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Francia	97.563	37,3	106.764	37,0	66.167	37,9
Germania	51.171	19,6	47.624	16,5	41.861	24,0
Giappone	28.640	10,9	30.885	10,7	19.504	11,2
Spagna	9.461	3,6	11.173	3,9	8.536	4,9
USA	10.955	4,2	12.920	4,5	8.524	4,9
Regno Unito	11.497	4,4	17.430	6,0	8.445	4,8
Belgio	17.094	6,5	16.035	5,6	7.136	4,1
Svizzera	4.550	1,7	5.720	2,0	3.097	1,8
Altri Paesi	30.695	11,7	40.210	13,9	11.088	6,4
Totale	261.626	100	288.761	100	174.358	100
% su totale (b)		30,2		34,5		24,4

Nota: (a) sono riportati i primi 8 Paesi per debito pubblico detenuto, ordinati in base allo stock di debito outstanding a fine dicembre 2011; (b) la percentuale è calcolata rapportando lo stock di debito pubblico detenuto all'estero sul totale del debito italiano (pubblico e privato) detenuto all'estero.

Due ulteriori fatti meritano di essere segnalati con riferimento ai movimenti intervenuti nel 2011. Anzitutto, la quota detenuta da altri Paesi (diversi da quelli riportati nella tab. 2) si è quasi dimezzata, passando dall'11,7% al 6,4 % ma soprattutto è “crollata” in valore, passando da 30 a 11 miliardi di dollari (-64%), rispetto ad un calo complessivo del debito pubblico del 33%.

In secondo luogo, si rileva come il debito pubblico detenuto da sottoscrittori esteri rappresenti meno di un quarto (24,4% a fine 2011) dei complessivi *foreign claims* (debito pubblico e debito privato). Nel corso del 2011 tale percentuale è salita dal 30,2% al 34,5% (giugno), per poi invertire decisamente il trend. La portata di questa diminuzione è stata più intensa di quella che ha riguardato il debito collocato da banche nazionali o da imprese non finanziarie.

In particolare, la quota del debito verso l'estero riconducibile al solo settore bancario è passata dal 17% al 15,2% nel corso del 2011, scontando comunque un calo del 26,1% e di circa 38 miliardi di dollari in valore, a testimonianza anche delle maggiori difficoltà delle banche italiane ad accedere ai mercati dei capitali internazionali, ovvero al minor interesse di questi per titoli emessi da imprese appartenenti ad un Paese in difficoltà.

Con riferimento ai collocamenti di imprese non finanziarie, nell'ultimo anno la quota del debito verso l'estero del cd. *non-bank private sector* è aumentata dal 52,7% al 60,3% dei *foreign claims* complessivi: ciononostante lo stock di debito *outstanding* si è ridotto del 6% e di poco meno di 26 miliardi di dollari in valore.

Negli ultimi mesi (da febbraio 2012), tuttavia, gli investitori esteri hanno mostrato, almeno parzialmente, una rinnovata fiducia verso il mercato italiano, anche su emissioni *corporate* di imprese nazionali. Questo sembra aver contribuito a stabilizzare il peso della componente estera sul debito italiano, mantenendola così inferiore alla media dell'area euro. Di norma, ai fini della valutazione del rischio sovrano di un Paese, una quota più contenuta di debito detenuto da operatori esteri è generalmente considerata con una accezione positiva, soprattutto perché consente di "valorizzare" la componente più stabile della domanda di titoli pubblici, rappresentata appunto dai sottoscrittori nazionali, rendendo altresì più stabili quotazioni e rendimenti.

In fasi di mercato simili a quella attuale, caratterizzate da forti volatilità e dalla presenza di fattori speculativi, la stabilizzazione della domanda di titoli pubblici e il buon accoglimento delle riforme strutturali intraprese dal Governo sono certamente elementi che possono contribuire al contenimento dello *spread* e limitare l'onerosità delle nuove emissioni (almeno nell'ipotesi di una curva dei tassi ragionevolmente piatta o solo in moderata crescita).

Il quadro, tuttavia, resta ancora molto incerto: recenti ricerche di Société Générale e Santander hanno evidenziato la crisi di fiducia degli investitori stranieri verso le obbligazioni italiane e anche Rabobank stima un ritorno più "robusto" degli investitori nella sottoscrizione di *bond* del Tesoro solo a partire dal 2014⁶.

In linea con tali riscontri sono le evidenze contenute nel recente rapporto di Fitch Ratings che segnala, con riferimento alla quota di debito pubblico spagnolo ed italiano detenuto da investitori non residenti, un calo che è proseguito nel primo trimestre 2012 e che ci si attende possa proseguire anche nei prossimi trimestri. In generale i comportamenti degli investitori esteri hanno seguito un trend simile anche in altri Paesi europei (quali Irlanda, Portogallo e Grecia), riflettendo così una crescente avversione nei confronti dei mercati più periferici. I deflussi sono stati

⁶ Informazioni tratte dal sito web Linkiesta (www.linkiesta.it) e da altri portali specializzati di informazioni finanziarie.

compensati dalle iniezioni di liquidità da parte della BCE, che si sono concretizzate in un crescente utilizzo della liquidità fornita dalla Banca Centrale alle banche spagnole ed italiane, permettendo loro di sostenere gli acquisti del debito sovrano e “compensare” così i deflussi dei non residenti.

Se questo ribilanciamento non fosse sufficiente, allora si renderebbe necessario l'intervento delle istituzioni transnazionali, ad esempio il Fondo europeo per la stabilità finanziaria (EFSF) che può assumere il ruolo di acquirente di obbligazioni pubbliche sul mercato secondario per contrastare i deflussi netti dall'estero⁷.

Evidentemente tale opportunità solleva problemi di equilibrio e di sostenibilità di medio/lungo termine: un deflusso significativo di capitale ridurrebbe la disponibilità di credito e potrebbe porre maggiori pressioni sulle condizioni di rifinanziamento del debito pubblico: secondo alcune stime del Centre for European Policy Studies (CEPS), fra il 2013 e il 2016 le esigenze di rifinanziamento dell'Italia potrebbero aumentare a circa 764 miliardi di euro, uno stock probabilmente non sostenibile contando sui soli investitori domestici.

Il crescente impegno richiesto alle banche nazionali (almeno in prospettiva) emerge anche dagli scenari simulati dal FMI nel “*Global Financial Stability Report*” (GFSR) di aprile 2012, in funzione del diverso grado di efficacia delle politiche di rientro del debito pubblico adottate dai Paesi sotto esame.

A seconda dello scenario atteso, il maggior impegno stimato per gli investitori nazionali potrebbe variare da 205 a 241 miliardi di euro, ovvero – per converso – il peso dei soggetti esteri potrebbe diminuire dal 42 al 31,7%⁸.

Il FMI sembra comunque fornire una risposta positiva circa la capacità delle banche nazionali di assorbire anche la quota più consistente delle esigenze di rifinanziamento. E' però verosimile che il nostro Paese non

⁷ Fitch Ratings, “*Non-Resident Investors Pulling Out of Spain, Italy*”, 23 maggio 2012, disponibile sul sito web www.fitchratings.com.

⁸ Con riferimento alla stima della quota di rifinanziamento del debito pubblico che sarebbe riconducibile ai soggetti esteri, nel GFSR di aprile 2012 il FMI ha testato tre possibili scenari: a) lo scenario migliore (*complete policies*), in cui la quota di rifinanziamento è pari alla quota detenuta da tali soggetti a fine 2009; b) scenario attuale (*current policies*), in cui la quota di rifinanziamento è stata posta pari al peso sul debito a fine 2011; c) scenario peggiore (*weak policies*), in cui è stato stimato un calo della quota di rifinanziamento analogo a quanto rilevato tra la fine del 2009 e settembre 2011, verosimilmente coerente con un'ipotesi di inefficacia delle politiche di rientro del debito pubblico.

possa correre il rischio di fronteggiare uno scenario estremo, che rifletta non solo l'inefficacia delle riforme strutturali e delle politiche di rientro del debito pubblico, ma anche l'incapacità di ripristinare la fiducia dei mercati internazionali e degli investitori esteri sui titoli di Stato italiani e, quindi, nei confronti dell'intero sistema-Paese. Il recente calo dei rendimenti e, quindi, dei costi marginali del *funding* rispetto alle quotazioni di fine 2011 ha solo "rinvitato" la questione della sostenibilità del debito nel medio/lungo termine, rendendo comunque non ulteriormente differibile l'avvio di riforme strutturali incisive, dato il permanere delle condizioni di incertezza sui mercati finanziari internazionali e delle debolezze del quadro macroeconomico mondiale.

CAPITOLO 3. LE MODALITA' DI PRESENZA DELLE BANCHE ESTERE IN ITALIA: ALCUNE INFORMAZIONI DI STRUTTURA

Nel presente capitolo si dà conto della continuità e dell'evoluzione nel tempo della presenza sul territorio nazionale delle banche estere, secondo quanto risulta dalle rielaborazioni delle informazioni e dei dati riportati nelle Relazioni Annuali di Banca d'Italia e nell'Annuario ABI – distinguendo la numerosità assoluta degli intermediari, l'evoluzione del numero di filiali, sportelli e Uffici di Rappresentanza.

A fine 2011 le succursali di banche estere operanti in Italia erano 78 – di cui solo una inclusa in gruppi nazionali –, 3 in più rispetto a fine 2010; nel corso dell'anno hanno avviato l'operatività 6 filiali di banche estere¹.

Il quadro strutturale tiene altresì conto della presenza di 24 filiazioni di società e banche estere (+1 rispetto a fine 2010), di cui due si confermano tra i primi 10 gruppi bancari presenti all'interno del nostro Paese. La quota di penetrazione in termini di totale attivo delle 77 succursali non incluse in gruppi è pari all'8,2% del totale attivo, mentre quella delle filiazioni risulta pari al 9,3%. Sulla base dei dati forniti da Banca d'Italia, si può quindi stimare intorno al 17,5% la penetrazione complessiva degli operatori bancari esteri – tramite filiali e filiazioni – nel sistema bancario italiano; il dato è di poco in calo (-0,4%) rispetto al 2010.

L'internazionalizzazione in entrata del sistema si completa con il dato di partecipazione nel capitale di banche locali da parte di operatori esteri: a fine 2011 nel capitale di 49 banche erano presenti 40 azionisti esteri – per lo più di provenienza comunitaria – con quote di partecipazione superiori al 5%. Il dato è in leggera crescita rispetto al 2010 (+2 banche e +3 azionisti esteri)².

3.1 Gli Uffici di Rappresentanza

Rispetto alla precedente rilevazione si è invertito il trend evidenziatosi negli ultimi anni (almeno a partire dal 2006) che aveva portato ad una progressiva diminuzione del numero di Uffici di Rappresentanza. Infatti,

¹ Banca d'Italia, *Relazione Annuale sul 2011*, Roma, 31 maggio 2012, pagg. 197.

² Banca d'Italia, *Relazione Annuale sul 2011*, Roma, 31 maggio 2012.

secondo quanto risulta dalla rielaborazione dei dati riportati nell'Annuario ABI, a fine maggio 2011 erano presenti in Italia 14 Uffici di Rappresentanza, di cui 9 riconducibili a banche comunitarie e 5 di banche con sede extra-UE. L'incremento – di una unità – rispetto a maggio 2010 è relativo all'apertura dell'Ufficio di Rappresentanza della banca russa Ellips Bank (tab. 1). Gli Uffici sono in rappresentanza di 10 Paesi, di cui 3 extra-UE (India, Russia e USA).

Tab. 1 – Gli uffici di rappresentanza delle banche estere in Italia – Fonte: Annuario ABI, vari anni (dati al 31 maggio)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PAESI UE						
Austria						
Oesterreichische Volksbanken	x					
Raiffeisen Bank International AG						x
Raiffeisen Zentralbank Oesterreich	x	x	x	x	x	
Raiffeisenlandesbank Kärnten	x	x	x	x	x	x
Raiffeisenverband Salzburg GmbH – Bank	x	x	x	x	x	x
Belgio						
KBC Bank	x	x				
Francia						
Crédit Industriel et Commercial	x	x	x	x	x	x
Germania						
Landesbank Baden Wuerttemberg	x	x	x	x		
Salzburg Muenchen Bank AG	x	x	x	x	x	x
Lussemburgo						
Banca europea per gli investimenti		x	x	x	x	x
Malta						
Bank of Valletta	x	x	x	x	x	x
Portogallo						
Banco Espirito Santo		x	x	x	x	x
Regno Unito						
Standard Bank Plc	x		x			
Spagna						
Banco Sabadell	x	x	x			
Banco Santander	x	x	x			
La Caixa	x	x	x	x	x	
Caja de ahorros y pensiones de Barcelona						x

segue

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PAESI NON UE						
India						
State Bank of India	x	x	x	x	x	x
Principato di Monaco						
Compagnie Monégasque de Banque	x	x	x	x		
Russia						
Bank for foreign Trade	x	x				
The Bank for development and Foreign Economic Affairs (Vnesheconombank)				x	x	x
The Bank for Foreign Affairs of the USSR	x	x	x			
VTB Bank (open joint-stock company)			x	x	x	x
Ellips Bank						x
USA						
American Express Bank Ltd	x					
Bank of New York	x					
Wachovia Bank NA	x	x	x	x		
Wells Fargo Bank NA					x	x
Totale UE	13	13	13	10	9	9
% su totale	65,0	72,2	72,2	66,7	69,2	64,3
Totale non UE	7	5	5	5	4	5
% su totale	35,0	27,8	27,8	33,3	30,8	35,7
Totale	20	18	18	15	13	14

3.2 Le filiali e le filiazioni di banche estere

Come è noto, le filiali di banche estere (di seguito, per brevità, FBE), a differenza degli Uffici di Rappresentanza, hanno un ruolo operativo, che si concretizza nella distribuzione di prodotti e servizi finanziari alla clientela. La filiale dipende dalla banca estera che l'ha costituita ed insediata sul territorio, non avendo autonomia giuridica propria. I dati disponibili sulle FBE presenti in Italia consentono non solo di fotografare la situazione ad una certa data, ma anche di esaminarne il trend più recente e la provenienza geografica, sulla base delle informazioni riportate nella Relazione Annuale di Banca d'Italia e nell'Annuario ABI.

Nel periodo 2001/11 l'andamento del numero di succursali di banche estere è stato piuttosto differente da quello del numero complessivo di banche operanti in Italia: mentre il totale banche si è ridotto di circa l'11%, il numero di succursali di banche estere è aumentato di 18 unità e, quindi, di circa il 30% (cfr., *infra*, tab. 4).

Nella successiva tab. 2 viene riportato il numero di FBE, suddivise per Paese di provenienza della casa madre, presenti in Italia con uno o più sportelli tra il 2001 ed il 2011³.

Tab. 2 – Numero di banche estere con filiali in Italia – Fonte: rielaborazione propria su Borrioni (2006); Annuario ABI, vari anni (dati al 31 maggio)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PAESI UE											
Austria	2	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2
Belgio	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	1
Danimarca										1	1
Francia	10	12	14	14	14	14	13	17	17	18	17
Germania	10	11	10	11	12	11	17	19	18	18	16
Irlanda	1	1	2	2	2	2	2	3	2	2	2
Lettonia				(*)						1	1
Lussemburgo	1	1					4	4	4	4	5
Paesi Bassi	6	6	6	6	6	6	6	7	7	6	6
Regno Unito	6	6	6	6	6	8	11	10	12	12	13
Slovenia	1	1	1	1 (*)	1	1	1	1	1	1	1
Spagna	3	3	2	3	3	3	5	5	6	5	5
Totale UE	40	44	44	47	47	48	62	69	72	72	70
% su totale	70,2	75,9	75,9	79,7	81,0	81,4	86,1	87,3	88,9	88,9	88,6
PAESI NON UE											
Australia						1	1	1	1		
Bahrain	1	1									
Brasile	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cina	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Giappone	2	1	2	1	1	1	1	1	1	2	2
Giordania	1	1	1	1	1	1					
Iran	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Svizzera	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Usa	8	6	6	6	5	4	4	4	3	3	3
Totale non UE (**)	17	14	14	12	11	11	10	10	9	9	9
% su totale	29,8	24,1	24,1	20,3	19,0	18,6	13,9	12,7	11,1	11,1	11,4
Totale	57	58	58	59	58	59	72	79	81	81	79

Nota: (*) anno di ingresso del Paese nell'Unione Europea; (**) Nel totale non UE vengono conteggiate fino al 2004 anche Lettonia e Slovenia.

A maggio 2011 erano censite 79 FBE, di cui 70 comunitarie e provenienti da 12 Paesi dell'Unione Europea. Le 9 FBE extra-comunitarie sono riconducibili a banche con sede in 6 Paesi extra-UE, di cui 5 extra-europei.

³ Per analizzare la provenienza geografica è necessario riferirsi alle informazioni contenute nell'Annuario ABI, i cui dati sono aggiornati al 31 maggio di ogni anno (e non al 31 dicembre come quelli di provenienza Banca d'Italia). Tale diversa data di rilevazione contribuisce a spiegare le differenze, sebbene minime, tra i dati di Banca d'Italia e quelli ABI. La definizione fornita dall'ABI individua quali "sportelli bancari" le dipendenze autorizzate ed operanti al 31 maggio di ciascun anno o di prossima apertura. Si noti, inoltre, che ai fini della presente analisi, le banche estere riportate nell'Annuario ABI senza specifica indicazione del numero di sportelli o con solamente l'indicazione del numero di dipendenti sono state considerate come presenti in Italia con un solo sportello.

Nell'arco di tempo considerato la variazione positiva del numero di FBE è riconducibile in via prioritaria alle banche con sedi in Paesi UE, la cui incidenza è passata dal 67,3% del 2001 a poco meno del 90% (88,6%) nel 2011, con variazioni minime rispetto ai due anni precedenti. Nel decennio si è assistito ad una fuoriuscita netta di FBE extra-UE, con un saldo netto negativo di 8 unità, in larga parte ascrivibile alle banche statunitensi, il cui numero è calato di 5 unità tra il 2001 e il 2011.

L'analisi per flussi di entrate/uscite annue di FBE (tab. 3) evidenzia come i movimenti del 2011 abbia riguardato solo entrate/uscite di banche comunitarie, per un deflusso netto di due banche, effetto combinato dell'ingresso di una FBE lussemburghese e di una britannica e dell'uscita di una FBE belga, una francese e due tedesche.

Tab. 3 – Evoluzione del numero di banche estere con filiali in Italia – Fonte: rielaborazione propria su Borroni (2006); Annuario ABI, vari anni (dati al 31 maggio)

	N° FBE		Flussi annui in entrata/uscita									N° FBE 2011
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
PAESI UE												
Austria	2	1	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	2
Belgio	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	-1	1
Danimarca										1	0	1
Francia	10	2	2	0	0	0	-1	4	0	1	-1	17
Germania	10	1	-1	1	1	-1	6	2	-1	0	-2	16
Irlanda	1	0	1	0	0	0	0	1	-1	0	0	2
Lettonia				(*)					1	0	0	1
Lussemburgo	1	0	-1				4	0	0	0	1	5
Paesi Bassi	6	0	0	0	0	0	0	1	0	-1	0	6
Regno Unito	6	0	0	0	0	2	3	-1	2	0	1	13
Slovenia	1	0	0	1 (*)	0	0	0	0	0	0	0	1
Spagna	3	0	-1	1	0	0	2	0	1	-1	0	5
Stock/flussi UE	40	4	0	3	0	1	14	7	3	0	-2	70
PAESI NON UE												
Australia							1	0	0	0	-1	
Bahrain	1	0	-1									
Brasile	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Cina	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Giappone	2	-1	1	-1	0	0	0	0	0	1	0	2
Giordania	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Iran	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Svizzera	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Usa	8	-2	0	0	-1	-1	0	0	-1	0	0	3
Stock/flussi non UE	17	-3	0	-2	-1	0	-1	0	-1	0	0	9
Totale stock/flussi	57	1	0	1	-1	1	13	7	2	0	-2	79

Nota: (*) anno di ingresso del Paese nell'Unione Europea; (**) Nel totale non UE vengono conteggiate fino al 2004 anche Lettonia e Slovenia.

I movimenti dell'ultimo triennio sono stati complessivamente modesti, dopo un andamento molto più dinamico all'inizio degli anni duemila e tra il 2007 e il 2008. Da un lato questo potrebbe spiegarsi con una crescente maturità del mercato italiano, ma anche con l'attuale crisi del si-

stema finanziario mondiale che ha certamente obbligato molti intermediari a rivedere strategie di internazionalizzazione, ovvero a differire nel tempo l'entrata in nuovi mercati.

Il numero di filiazioni, ancorché più contenuto, è aumentato di 3 unità nell'ultimo triennio: le filiazioni sono passate da 21 di fine 2008 a 24 di fine 2011. Sul medesimo orizzonte temporale è rimasta stabile la quota da esse detenuta sull'attivo del sistema bancario (9,3%).

Il progressivo incremento del numero di soggetti esteri presenti – sia come filiali sia come filiazioni – ha certamente qualificato il processo di internazionalizzazione del nostro sistema bancario, con una varietà di canali e soluzioni organizzative ed operative, di cui hanno beneficiato sia le banche nazionali sia la clientela, per l'accrescimento dei livelli di concorrenza nei mercati del credito e le maggiori opportunità di diversificazione delle scelte di investimento/finanziamento.

3.3 L'andamento del numero di sportelli delle FBE

I dati di sistema diffusi da Banca d'Italia ed aggiornati annualmente alla data del 31 dicembre ci consentono di esaminare la componente delle succursali di banche estere – per numerosità e per numero di sportelli – in rapporto al numero di banche e sportelli complessivamente operanti nel nostro Paese (tab. 4).

Rispetto al totale di sistema, la componente estera del numero di sportelli presenta tassi di variazione più rilevanti: nel decennio il numero degli sportelli delle succursali estere è quasi triplicato, mentre a livello di sistema la crescita è stata molto più modesta (14,8%). L'incidenza del numero degli sportelli delle FBE sul numero di sportelli complessivi resta stabile appena al di sotto dell'1%.

Come già segnalato nel precedente Rapporto, tuttavia, tali dati necessitano di qualche spiegazione ulteriore. In primo luogo, la crescita del numero di sportelli delle FBE è molto recente (dal 2008) 2008/10) e per lo più riconducibile alle scelte di un primario *player* estero. Non va poi dimenticato che questi dati sono relativi alle sole filiali, e quindi solo ad una ben precisa modalità di ingresso di un intermediario in un mercato estero.

Tab. 4 – Numero di banche estere e sportelli operanti in Italia – Fonte: rielaborazione propria su dati Banca d'Italia, Relazione Annuale e Appendice, anni vari

Banche e sportelli in Italia						
Data	Banche operanti in Italia		Succursali di banche estere			
	N° di banche (a)	N° di sportelli (b)	N° di succursali	N° di sportelli	% su n° banche	% su n° sportelli
2001	830	29.270	60	109	7,2	0,4
2002	814	29.926	60	106	7,4	0,4
2003	788	30.480	61	90	7,7	0,3
2004	778	30.944	60	104	7,7	0,3
2005	784	31.501	66	108	8,4	0,3
2006	793	32.338	74	128	9,3	0,4
2007	806	33.229	79	155	9,8	0,5
2008	799	34.146	82	224	10,3	0,7
2009	788	34.036	82	303	10,4	0,9
2010	760	33.640	75	297	9,9	0,9
2011	740	33.607	78	318	10,5	0,9

Nota: (a) comprende il numero delle succursali di banche estere; (b) comprende il numero degli sportelli delle succursali di banche estere.

Sempre con riferimento ai canali distributivi di cui dispongono le FBE, va inoltre conteggiata la presenza di 187 promotori e poco più di 600 punti tra ATM e POS. Il dato a fine 2011 è in significativo calo rispetto al 2010 e tali quote rappresentano comunque percentuali modeste sui totali di sistema⁴.

Sulla base delle rilevazioni dell'Annuario ABI, è possibile fornire un'analisi disaggregata per Paesi di provenienza di tali filiali.

⁴ Nel 2011 i promotori riconducibili a FBE sono passati da 246 a 187 unità e rappresentano lo 0,7% del totale.

Tab. 5 – Numero di sportelli di banche estere in Italia per Paesi di provenienza delle banche – Fonte: rielaborazione propria su Borroni (2006) e Annuario ABI, vari anni (dati al 31 maggio)

	Numero di sportelli											FBE al 2011
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
PAESI UE												
Austria	2	3	6	6	6	6	7	9	9	5	5	2
Belgio	1	1	4	5	9	4	6	6	7	2	1	1
Danimarca										1	1	1
Francia	19	14	16	15	15	15	14	17	17	18	18	17
Germania	11	13	14	14	15	13	19	21	20	16	16	16
Irlanda	2	2	2	2	2	2	2	4	2	2	2	2
Lettonia				(*)					1	1	1	1
Lussemburgo	1	1					7	7	7	6	7	5
Paesi Bassi	8	7	10	10	8	8	8	9	8	7	7	6
Regno Unito	20	34	23	20	20	22	44	70	142	219	222	13
Slovenia	1	1	1	2 (*)	2	2	1	1	2	2	1	1
Spagna	3	3	2	3	3	3	5	5	6	4	4	5
Totale UE	67	78	77	77	80	75	113	149	221	283	285	70
% su totale	74,4	78,8	77,8	79,4	80,8	79,8	89,0	92,0	94,8	95,9	96,0	88,6
PAESI NON UE												
Australia						1	2	2	1			
Bahrain	1	1										
Brasile	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	1
Cina	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	1
Giappone	2	1	2	1	1	1	1	1	1	2	2	2
Giordania	1	1	1	1	1	1						
Iran	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Svizzera	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Usa	13	12	13	13	12	11	5	4	4	3	3	3
Totale non UE	23	21	22	20	19	19	14	13	12	12	12	9
% su totale	25,6	21,2	22,2	20,6	19,2	20,2	11,0	8,0	5,2	4,1	4,0	11,4
Totale	90	99	99	97	99	94	127	162	233	295	297	79

Nota: (*) anno di ingresso del Paese nell'Unione Europea; (**) Nel totale non UE vengono conteggiate fino al 2004 anche Lettonia e Slovenia.

Come evidenziato nella tab. 5, la quota maggiore – in termini di numero di sportelli – è riconducibile a intermediari con sedi in Paesi UE (96% a maggio 2011), anche perché le banche extra-comunitarie prediligono in larga misura la presenza tramite FBE mono-sportello. Le movimentazioni dell'ultimo anno sono state modeste, un ulteriore segnale di “assestamento” del nostro mercato, anche se – giova ribadirlo – il presidio territoriale ed operativo costituito dagli sportelli non rappresenta più l'unica modalità (né, probabilmente, quella preferita) soprattutto dalle banche estere per acquisire quote di mercato e di clientela.

Tab. 6 – Evoluzione del numero di sportelli di banche estere in Italia – Fonte: rielaborazione propria su Borroni (2006) e Annuario ABI, vari anni (dati al 31 maggio)

	N° sportelli 2001	Flussi annui in entrata/uscita del numero di sportelli										N° sportelli 2011
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
PAESI UE												
Austria	2	1	3	0	0	0	1	2	0	-4	0	5
Belgio	1	0	3	1	4	-5	2	0	1	-5	-1	1
Danimarca										1	0	1
Francia	19	-5	2	-1	0	0	-1	3	0	1	0	18
Germania	11	2	1	0	1	-2	6	2	-1	-4	0	16
Irlanda	2	0	0	0	0	0	0	2	-2	0	0	2
Lettonia				(*)					1	0	0	1
Lussemburgo	1	0	-1				7	0	0	-1	1	7
Paesi Bassi	8	-1	3	0	-2	0	0	1	-1	-1	0	7
Regno Unito	20	14	-11	-3	0	2	22	26	72	77	3	222
Slovenia	1	0	0	1 (*)	0	0	-1	0	1	0	-1	1
Spagna	3	0	-1	1	0	0	2	0	1	-2	0	4
Stock/flussi UE	67	11	-1	0	3	-5	38	36	72	62	2	285
PAESI NON UE												
Australia						1	1	0	-1	-1		
Bahrain	1	0	-1									
Brasile	2	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	3
Cina	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	2
Giappone	2	-1	1	-1	0	0	0	0	0	1	0	2
Giordania	1	0	0	0	0	0	-1					
Iran	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Svizzera	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Usa	13	-1	1	0	-1	-1	-6	-1	0	-1	0	3
Stock/flussi non UE	23	-2	1	-2	-1	0	-5	-1	-1	0	0	12
Totale stock/flussi	90	9	0	-2	2	-5	33	35	71	62	2	297

Nota: (*) anno di ingresso del Paese nell'Unione Europea; (**) Nel totale non UE vengono conteggiate fino al 2004 anche Lettonia e Slovenia.

3.4 Il personale impiegato presso le banche estere

Grazie alla disponibilità della Divisione Supervisione Banche della Banca d'Italia, che ci ha fornito i dati a fine 2011, è possibile dare conto della numerosità del personale dipendente delle filiali e delle filiazioni di banche estere.

Il personale medio impiegato nel 2011 era di poco superiore a 38.000 unità, di cui circa 6.000 riferito alle filiali e 32.000 alle filiazioni. Rispetto al dato di sistema, la quota di personale riconducibile alle filiali e filiazioni estere è pari al 12%. Tra il 2009 e il 2011 la crescita è stata pari al 3%, in controtendenza con la variazione del personale a livello di sistema (-2%).

Si conferma anche una composizione differente rispetto al sistema bancario per quanto attiene al livello professionale. Nelle filiali e filiazioni è maggiore la quota di dirigenti e quadri (circa il 25%, rispetto al

20% di sistema), in ragione anche del diverso “mestiere” svolto dalle banche estere, all’interno delle quali prevale la prestazione di servizi di *advisor* e consulenza finanziaria che richiedono una maggiore proporzione di personale altamente qualificato.

Tab. 7 – Composizione del personale delle banche estere per livello di inquadramento (valori medi annui) – Fonte: rielaborazione propria su dati Banca d’Italia

	2009	2010	2011
Sistema bancario			
dirigenti	8.115	8.282	8.198
quadri	53.085	53.439	53.632
altri	269.429	266.137	261.880
Totale sistema bancario	330.629	327.858	323.710
Filiali di banche estere			
dirigenti	822	834	831
quadri	1.485	1.447	1.319
altri	4.025	4.175	3.895
Totale filiali di banche estere	6.332	6.455	6.045
Filiazioni			
dirigenti	907	934	975
quadri	6.019	6.070	6.266
altri	23.602	23.886	24.661
Totale filiazioni	30.528	30.889	31.902

CAPITOLO 4. CORPORATE & INVESTMENT BANKING

L'offerta di prodotti e servizi finanziari da parte delle banche estere attive in Italia è, nel complesso settore del *Corporate & Investment Banking* (di seguito anche CIB), piuttosto articolata. L'Annuario AIBE 2011, redatto sulla base delle risposte ottenute da un ampio campione di banche associate, ha evidenziato come 31 banche su 33 rispondenti operino nel CIB. Esso ha storicamente rappresentato e costituisce tuttora una delle principali – se non la più importante – linee di *business* per gli intermediari esteri.

La gamma di offerta, che mira a soddisfare le esigenze di clientela *corporate* e *institutional*, in taluni casi è completata anche attraverso le strutture di Casa madre. Gli intermediari che operano nel CIB strutturano l'offerta di vari prodotti di finanziamento (*lending*), in particolare nelle forme di prestiti sindacati, cartolarizzazioni e *project finance*; svolgono attività di *private equity* e *venture capital*; prestano supporto e assistenza nelle operazioni di fusioni e acquisizioni transfrontaliere, che vedono coinvolte imprese italiane.

In tale capitolo si dà conto della diffusione e della penetrazione delle banche estere in tali comparti.

4.1 La finanza strutturata

Con l'espressione “finanza strutturata” ci si riferisce, di norma, ad operazioni finanziarie complesse e caratterizzate da grandi volumi, di solito “costruite” con modalità, tempistiche e forme di *pricing* specifiche per rispondere alle esigenze del cliente. Tra le altre, rientrano in questa più ampia casistica i prestiti sindacati (in *pool*), l'attività di *securitization*, le operazioni di *acquisition finance*, l'*export finance* e il finanziamento immobiliare.

4.1.1 I prestiti sindacati

Un'operazione di finanza strutturata “comporta la messa in *pool* di attività patrimoniali e la susseguente vendita agli investitori di titoli di

credito suddivisi in *tranche* a fronte dei flussi monetari generati dalle attività stesse¹. La forma tecnica dei prestiti sindacati si ascrive quindi a pieno titolo tra le operazioni di finanza strutturata, qualificandosi come finanziamenti concessi da un gruppo di banche a un mutuatario per un ammontare che supera, di norma, l'affidamento che un singolo prestatore è disposto a mettere a disposizione di un'impresa. Ciò consente, pertanto, la "condivisione" del rischio tra i diversi intermediari che compongono il consorzio di collocamento². Viceversa, per l'impresa affidata vi è la possibilità di accedere a mercati dei capitali internazionali, incrementare la probabilità di successo di collocamento del prestito e massimizzare così i volumi di raccolta³.

Nel presente paragrafo è riportata l'analisi dei dati e delle informazioni disponibili all'interno del *database Dealogic* relativi alle *tranche* di prestiti sindacati collocati nel corso del 2011 sul mercato italiano, ovvero in cui il prenditore di fondi (*borrower*) sia di nazionalità italiana.

Nel 2011 il controvalore collocato è stato pari a 28 miliardi di euro, relativi a 124 *deal*, in sensibile calo rispetto agli oltre 45 miliardi del 2010; i volumi si sono così riallineati alla media del 2008/10.

Come si evidenzia nella tab. 1, il contributo dei soggetti esteri in qualità di *bookrunner* è stato importante, soprattutto nei collocamenti congiunti con banche nazionali. Il 6% del controvalore delle emissioni è stato collocato solo da *bookrunner* esteri, mentre oltre il 50% da consorzi transnazionali.

¹ Fender I. e Mitchell J., "Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating", *Rassegna trimestrale BRI*, Banca dei Regolamenti Internazionali, giugno 2005.

² Come è noto, le banche partecipanti al consorzio per il collocamento del prestito svolgono ruoli differenziati. Gli intermediari che agiscono in qualità di *bookrunner* si occupano di invitare gli altri intermediari alla partecipazione al consorzio; essi sono altresì tenuti alla gestione dei rapporti con il mutuatario, informandolo circa lo stato di avanzamento dell'operazione. Il *mandated arranger* ha precisi compiti organizzativi legati alla creazione del consorzio e alla strutturazione della transazione. Il sindacato (*pool*) viene poi a formarsi tra più banche cd. *manager* o *participants*.

³ Per un'efficace e sintetica rassegna del funzionamento e dello sviluppo dei prestiti sindacati, si veda Gadencz B., "Il mercato dei prestiti sindacati: struttura, sviluppo e implicazioni", *Rassegna trimestrale BRI*, Banca dei Regolamenti Internazionali, dicembre 2004.

La penetrazione degli operatori esteri è probabilmente più significativa di quanto emerga dalle informazioni a disposizione, dato che per circa il 32% dei collocamenti non è stato possibile disporre della composizione del consorzio di collocamento.

Nel periodo 2001/11 la quota media di prestiti sindacati collocati con *bookrunner* esteri (da soli o insieme a intermediari nazionali) è risultata pari al 63% del controvalore totale, con una importante discontinuità solo nel 2009, anno che peraltro ha visto una drastica riduzione dei volumi collocati, verosimilmente in ragione delle difficoltà e delle incertezze che hanno caratterizzato il funzionamento dei mercati dei capitali a livello internazionale.

Tab. 1 – Distribuzione del controvalore annuo delle operazioni di prestiti sindacati per origine del bookrunner (2001/11, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Anno	Origine del bookrunner				dati nd.	Totale
	Intermediari esteri	Intermediari italiani ed esteri	Intermediari italiani			
2001	5.154,79	24.022,00	4.175,78		144,30	33.496,87
2002	5.033,82	21.265,00	5.522,56		9.397,50	41.218,88
2003	7.583,36	33.363,90	7.898,70		9.369,03	58.214,99
2004	2.779,34	19.008,57	5.940,77		2.566,99	30.295,67
2005	12.002,05	37.264,81	8.261,63		29.081,62	86.610,11
2006	12.609,06	12.791,51	6.387,77		8.680,55	40.468,89
2007	14.053,39	52.601,53	5.832,71		3.453,61	75.941,24
2008	3.855,05	14.495,46	3.337,25		10.102,75	31.790,51
2009	532,50	1.315,70	2.897,82		7.951,80	12.697,82
2010	1.090,88	26.981,28	2.693,80		15.000,53	45.766,49
2011	1.698,25	14.156,44	3.289,35		9.076,20	28.220,24
Totale	66.392,49	257.266,20	56.238,14		104.824,88	484.721,71

Nel 2011, i primi 10 collocamenti per controvalore dell'operazione sono stati tutti collocati da consorzi che hanno visto partecipanti sia banche estere sia banche italiane. Tali 10 prestiti hanno rappresentato circa il 45% delle nuove emissioni.

La presenza di una eventuale specializzazione dei soggetti esteri nella strutturazione di prestiti sindacati è stata analizzata nella successiva tab. 2, che disaggrega l'operatività sul mercato dei prestiti sindacati non solo tenendo conto dell'origine geografica del *bookrunner*, ma anche del settore economico di appartenenza dell'emittente.

Nel 2011 l'attività dei soggetti esteri è stata per lo più concentrata con emittenti che operano nel settore *Oil & Gas*, trasporti e produzione di beni di consumo. I primi 10 settori per operatività dei soggetti esteri

hanno contribuito a spiegare circa l'85% del controvalore da questi collocato.

Appartengono invece ad altri settori – per lo più quello metallurgico e dell'energia – gli emittenti che hanno collocato prestiti avvalendosi del supporto di consorzi internazionali.

Osservando il quadro complessivo offerto dalla tab. 2, possiamo desumere come l'operatività sia concentrata in pochi settori rilevanti, verosimilmente espressione di imprese di dimensione media più elevata e con esigenze di *funding* più sofisticate, le quali trovano perciò più conveniente affiancare alla provvista “locale” la ricerca di forme di finanziamento strutturate sui mercati internazionali.

Tab. 2 – Distribuzione del controvalore annuo delle operazioni di prestiti sindacati per origine del bookrunner e settore di appartenenza del borrower (emissioni 2011, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Settore	Origine del bookrunner										Totale	% su ctvl. totale	#
	intermediari esteri	% su tot. ctvl. esteri	#	intermediari italiani ed esteri	% su tot. ctvl. italiani ed esteri	#	intermediari italiani	% su tot. ctvl. italiani	#	dati nd.			
Oil & Gas	497,96	29,3	1	-	-	-	1.000,00	-	-	1.000,00	1.497,96	5,3	7
Transportation	374,29	22,0	2	1.500,00	10,6	5	120,00	3,6	8	663,49	2.647,78	9,4	3
Consumer Products	260,00	15,3	3	400,00	2,8	11	84,80	2,6	12	163,63	908,43	3,2	12
Utility & Energy	170,00	10,0	4	2.113,20	14,9	2	686,30	20,9	2	2.220,29	5.189,79	18,4	1
Auto/Truck	130,00	7,7	5	-	-	-	94,30	2,9	10	852,00	130,00	0,5	19
Real Estate/Property	75,00	4,4	6	-	-	-	848,00	-	-	848,00	1.021,30	3,6	11
Metal & Steel	50,00	2,9	7	2.770,00	19,6	1	292,90	8,9	4	77,65	3.668,00	13,0	2
Machinery	46,00	2,7	8	650,00	4,6	8	77,65	-	-	91,20	1.066,55	3,8	10
Healthcare	40,00	2,4	9	-	-	-	700,00	21,3	1	1.115,73	131,20	0,5	18
Construction/Building	32,00	1,9	10	625,00	4,4	9	1.311,05	39,9	1	2.054,21	2.472,73	8,8	5
Altri settori	23,00	1,4	1	6.098,24	43,1	-	3.289,35	100	-	9.076,20	9.486,50	33,6	-
Totale	1.698,25	100		14.156,44	100		3.289,35	100		9.076,20	28.220,24	100	
C5 settoriale	1.432,25	84,3		9.883,20	69,8		2.304,20	70,1		16.572,30	58,7		
C10 settoriale	1.675,25	98,6		13.753,20	97,2		2.967,00	90,2		24.118,52	85,5		

Un ulteriore tentativo di verificare la presenza di una eventuale specializzazione dei soggetti esteri è stata condotta in base all'analisi della forma tecnica dei prestiti sindacati. L'analisi del cd. *primary tranche instrument type* evidenzia come circa il 50% dei collocamenti dei soggetti esteri abbia riguardato cd. *term loan*, ovvero prestiti con scadenza di medio/lungo termine, di norma compresa tra uno e dieci anni, a tasso variabile (circa il 50% delle emissioni assistite da soli *bookrunner* esteri e il 32% delle emissioni assistite da consorzi internazionali) e forme di credito rotativo (rispettivamente 14 e 50%).

Tali emissioni costituiscono anche la quota più rilevante sul totale (circa l'80% delle nuove emissioni 2011).

L'analisi per qualità del prestito non evidenzia particolari differenze tra soggetti esteri e nazionali. Sul mercato sono stati collocati per lo più prestiti con elevato rating (cd. *investment grade*), in contrapposizione a prestiti cd. *leveraged*: nel 2011 le emissioni *investment grade* hanno contribuito al 76% del controvalore complessivo. Analoga percentuale ha riguardato la sola operatività dei soggetti esteri, mentre i consorzi transnazionali hanno collocato poco meno dei due terzi dei prestiti *leveraged* emessi nel 2011.

Con riferimento alla scadenza (*maturity* all'origine del prestito, tab. 3), la quota di mercato dei *bookrunner* esteri ha presentato delle differenze rispetto al totale di mercato e anche agli anni precedenti, quando il dato era stato sostanzialmente allineato alla media. Nel 2011 i soggetti esteri hanno partecipato per lo più a collocamenti di medio termine: i prestiti con *maturity* compresa tra 3 e 10 anni hanno costituito circa il 60% delle emissioni collocate da soli *bookrunner* esteri; i consorzi transnazionali hanno collocato per lo più prestiti su scadenze fino a 3 anni. Rispetto al recente passato, nel 2011 sono risultate completamente assenti emissioni con scadenza all'emissione superiore ai 20 anni, operazioni che nel decennio precedente avevano comunque avuto un peso modesto.

Tab. 3 – Distribuzione del controvalore annuo delle operazioni di prestiti sindacati per origine del bookrunner e scadenza originaria del prestito (2011, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Classi di durata originaria del prestito	Origine del bookrunner			dati nd.	Totale
	intermediari esteri	intermediari italiani ed esteri	intermediari italiani		
Fino a un anno	352,00	2.300,00	223,90	1.245,60	4.121,50
Da 1 a 3 anni	50,00	4.520,00	663,00	650,51	5.883,51
Da 3 a 5 anni	234,00	3.565,00	530,45	3.910,28	8.239,73
Da 5 a 10 anni	787,68	3.701,44	986,70	1.278,02	6.753,84
Da 10 a 20 anni	274,57		834,80	1.962,19	3.071,56
dati nd.		70,00	50,50	29,60	150,10
Totale	1.698,25	14.156,44	3.289,35	9.076,20	28.220,24

Classi di durata originaria del prestito	Origine del bookrunner			dati nd.	Totale
	intermediari esteri	intermediari italiani ed esteri	intermediari italiani		
Fino a un anno	20,7	16,2	6,8	13,7	14,6
Da 1 a 3 anni	2,9	31,9	20,2	7,2	20,8
Da 3 a 5 anni	13,8	25,2	16,1	43,1	29,2
Da 5 a 10 anni	46,4	26,1	30,0	14,1	23,9
Da 10 a 20 anni	16,2	-	25,4	21,6	10,9
dati nd.	-	0,5	1,5	0,3	0,5
Totale	100	100	100	100	100

4.1.2 Le operazioni di cartolarizzazione

Nel mercato degli strumenti di debito (*Debt Capital Markets*, DCM), un sotto-comparto che tipicamente è ascrivibile alla finanza strutturata è quello relativo all'attività di cartolarizzazione.

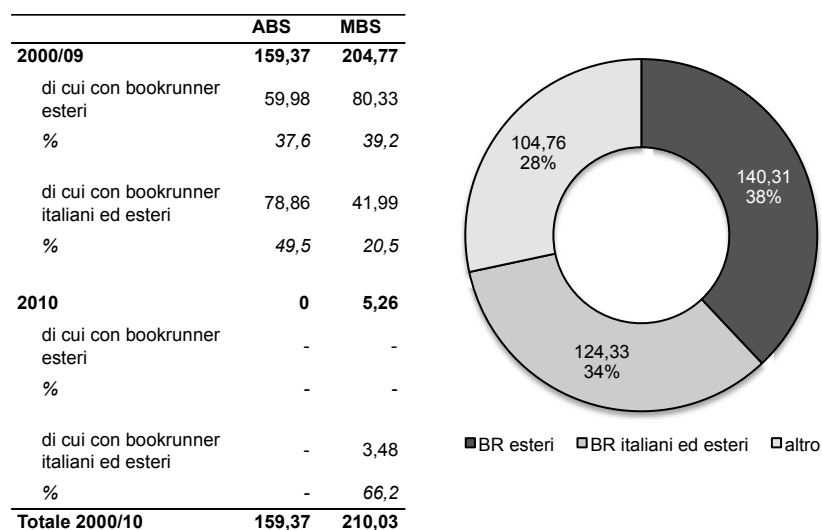
I dati a disposizione consentono di valutare, con riferimento al 2011 le operazioni di cartolarizzazione del tipo ABS (*Asset-Backed Securities*), ovvero strumenti finanziari emessi per cartolarizzazione di crediti o altre attività, e MBS (*Mortgage-Backed Securities*), relativi alla cartolarizzazione di mutui, per lo più di natura immobiliare (cd. *residential mortgage*).

I dati estratti da Dealogic, a causa di una modifica delle modalità di rilevazione e censimento delle operazioni all'interno del *database*, non rendono possibile un confronto puntuale e disaggregato per singola operazione con i dati degli anni precedenti. Nel presente paragrafo, per evidenti motivi di chiarezza, si farà pertanto riferimento alle operazioni realizzate e censite nell'anno 2011. Le analisi sul *database* relative agli esercizi precedenti sono rintracciabili nel volume pubblicato da AIBE

nel 2010⁴. Inoltre la copertura fornita dal *database* potrebbe non essere espressiva dell'intero mercato, pur riuscendo a censire le operazioni più significative. Possiamo pertanto ritenere che la nostra analisi approssimi per difetto la dimensione del comparto delle cartolarizzazioni realizzate da emittenti italiani e, quindi, presumibilmente, anche il grado di penetrazione nel supporto a tali operazioni svolto dalle banche estere.

Nella fig. 1 si riporta, per memoria, la composizione del mercato delle cartolarizzazioni tra il 2000 e il 2010, con evidenza della provenienza geografica del *bookrunner*. Come si evince dal grafico, i *bookrunner* esteri sono stati coinvolti nel 72% dei collocamenti di ABS e MBS tra il 2000 e il 2010.

Fig. 1 – Composizione del mercato delle cartolarizzazioni ABS e MBS per provenienza geografica del *bookrunner* (2000/10, valori in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic



Nota: nel grafico le percentuali sono calcolate rispetto alla dimensione complessiva del mercato delle cartolarizzazioni tra il 2000 e il 2010, pari a 369,4 miliardi di euro. La voce "altro" comprende sia la quota dei soli *bookrunner* italiani (26,7%), il peso di operazioni senza *bookrunner* (0,6%) e di operazioni per le quali i dati sul *bookrunner* non erano disponibili (1,1%).

⁴ AIBE, "Venticinque anni di banche e operatori esteri in Italia. Il contributo al sistema economico e finanziario del Paese", FrancoAngeli, Milano, 2010.

Come era stato rilevato nel precedente rapporto, il 2010 aveva visto l'assenza di operazioni di cartolarizzazione del tipo ABS, mentre erano stati collocati circa 5,2 miliardi di controvalore nominale di cartolarizzazioni MBS.

Il 2011 ha visto una ripresa delle operazioni di cartolarizzazione, il cui controvalore si è attestato a circa 11,6 miliardi di euro, di cui poco più di 9,3 miliardi riconducibile ad operazioni su ABS.

Il numero di operazioni è stato relativamente contenuto. Sono state censite 7 operazioni di tipo ABS e 4 di cartolarizzazione di mutui, quasi tutte siano frazionate in due o più *tranche*, di solito identificate da una diversa "qualità", espressa con la presenza di un rating elevato per i titoli di Classe A (cd. *senior tranches*), ovvero con l'assenza di rating e un rendimento atteso più elevato legato all'*excess return* dal portafoglio sottostante per i titoli di Classe B (cd. *junior tranches*).

Il ruolo dei soggetti esteri nell'assistenza agli emittenti è stato apprezzato con riferimento all'identificazione e alla provenienza geografica del cd. *bookrunner parent*.

Le due emissioni di ABS di importo nominale più elevato sono state gestite internamente da banche nazionali, tramite le divisioni specializzate dell'*investment bank* del gruppo di appartenenza. La strutturazione di tali operazioni ha così "spostato" le quote di mercato a favore di soli *bookrunner* italiani. I soggetti esteri, conteggiando congiuntamente sia le due operazioni assistite in modo esclusivo e l'unico collocamento di ABS gestito con banche nazionali, hanno detenuto una quota di mercato del 22%.

I 4 collocamenti di tipo MBS hanno visto, al contrario, una presenza molto più significativa delle *investment bank* estere: 2 operazioni sono state assistite solo da soggetti esteri, per un controvalore di circa 1 miliardo di euro (poco meno del 50% del valore dei collocamenti), una operazione è stata gestita da un *pool* di intermediari nazionali ed esteri (1,1 miliardo di euro) e, infine, solo l'operazione di dimensioni più contenute ha visto un *sole bookrunner* nazionale.

Le operazioni di cartolarizzazione di cui si è dato conto nel presente paragrafo sono state quasi tutte – tranne una, il cui emittente è un'impresa del settore *automotive* – riconducibili a emittenti (*issuer parent*) del settore finanziario.

Dopo il grande sviluppo conosciuto nella prima parte degli anni Duemila e prima dello scoppio della crisi finanziaria, alcune ricerche internazionali segnalano come nell'ultimo anno e nei primi mesi del

2012 il comparto europeo e il mercato statunitense delle cartolarizzazioni abbiano ripreso vigore.

Secondo elaborazioni condotte da JP Morgan, nel primo semestre 2011 le emissioni di ABS in Europa hanno raggiunto un controvalore di circa 151 miliardi di euro, che potrebbe indicare una ripresa nell'utilizzo di tali strumenti, soprattutto quale opportunità di finanziamento per le banche. Alcuni dati sul 2012, evidenziano invece come il controvalore dei collocamenti di prestiti cartolarizzati negli USA sia risultato pari a circa 33,7 miliardi di dollari tra dicembre 2011 e marzo 2012, con rendimenti e *spread* relativamente contenuti. Ciò sembrerebbe testimoniare che anche questi strumenti finanziari – pur nelle loro complessità e riconoscendone inevitabilmente l'uso distorto che, in taluni casi, ne è stato fatto – offrono occasioni di diversificazione (del *fundings* per gli emittenti, dei rendimenti per gestori e investitori appartenenti all'alveo degli investitori qualificati).

Questa ritrovata vitalità sembra aver riguardato anche gli emittenti italiani. Secondo i dati Dealogic, nei primi 5 mesi del 2012 sono stati collocati prestiti ABS riconducibili a emittenti italiani per un controvalore di circa 7,4 miliardi di euro (pari ad un numero di 5 *deal*).

4.1.3 Il project finance

Il presente paragrafo è dedicato alla disamina dell'evoluzione più recente dei profili strutturali ed operativi del mercato italiano del *project finance*.

I dati sono stati ricavati dalle *League Tables* predisposte da Thomson Reuters – Project Finance International (PFI), all'interno delle quali sono riportate le informazioni relative ai volumi delle operazioni di *project finance* realizzate a livello internazionale e disaggregate per macro-area geografica dagli intermediari con ruolo di *Mandated Lead Arranger* (MLA) e si occupano del perfezionamento e della strutturazione dell'operazione.

Nelle tabb. 4-5 si riporta il calcolo delle quote di mercato delle banche italiane ed estere, realizzato sulla base sia del numero di operazioni condotte sul mercato italiano nel periodo di indagine, sia del controvalore delle operazioni finanziate. In entrambi i casi è stata evidenziata separatamente l'incidenza degli intermediari italiani ed esteri coinvolti con ruolo di MLA. Nel 2011 sono state realizzate 27 operazioni

con controparti emittenti italiane, frazionate in 96 *tranche*, a fronte di un controvalore complessivo di circa 5,5 miliardi di euro.

Tab. 4 – Andamento delle quote di mercato (numero di *tranche*, 2003/11) – Fonte: rielaborazione propria su dati Thomson Reuters - Project Finance International

	2003		2004		2005	
	Numero di <i>tranche</i>	%	Numero di <i>tranche</i>	%	Numero di <i>tranche</i>	%
Deal banche estere	34	55,7	16	59,3	55	63,2
Deal banche italiane	27	44,3	11	40,7	32	36,8
Totale	61	100	27	100	87	100

	2006		2007		2008	
	Numero di <i>tranche</i>	%	Numero di <i>tranche</i>	%	Numero di <i>tranche</i>	%
Deal banche estere	16	61,5	57	64,0	49	67,1
Deal banche italiane	10	38,5	32	36,0	24	32,9
Totale	26	100	89	100	73	100

	2009		2010		2011	
	Numero di <i>tranche</i>	%	Numero di <i>tranche</i>	%	Numero di <i>tranche</i>	%
Deal banche estere	25	52,1	41	39,8	49	51,0
Deal banche italiane	23	47,9	62	60,2	47	49,0
Totale	48	100	103	100	96	100

La distribuzione delle quote di mercato per controvalore dei finanziamenti erogati dagli intermediari esteri è pari al 62% del controvalore totale delle operazioni censite in Italia nel periodo 2003/11. Le quote di mercato sul numero delle operazioni realizzate evidenziano un peso dei soggetti esteri, sul medesimo arco temporale, di poco inferiore al 56%. Nel 2011 tale quota si è attestata al 51%, sia per numero sia per controvalore (2,8 su 5,5 miliardi di euro). Data la normale strutturazione e durata pluriennale di un'operazione di *project finance*, in conseguenza dell'avvio o del completamento della stessa, il trend delle quote di mercato presenta variazioni talvolta significative.

Tab. 5 – Andamento delle quote di mercato (controvalore delle operazioni, valori in milioni di euro, 2003/11) – Fonte: rielaborazione propria su dati Thomson Reuters - Project Finance International

	2003		2004		2005	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Deal banche estere	4.841,98	57,8	1.760,99	57,7	5.576,93	67,4
Deal banche italiane	3.536,37	42,2	1.289,98	42,3	2.701,41	32,6
Totale	8.378,35	100	3.050,97	100	8.278,34	100

	2006		2007		2008	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Deal banche estere	2.700,22	88,0	4.675,15	60,8	4.220,13	69,5
Deal banche italiane	368,27	12,0	3.010,99	39,2	1.853,74	30,5
Totale	3.068,49	100	7.686,14	100	6.073,87	100

	2009		2010		2011	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Deal banche estere	1235,32	48,6	2.095,92	55,4	2.845,20	51,4
Deal banche italiane	1304,72	51,4	1.686,86	44,6	2.693,72	48,6
Totale	2.540,04	100	3.782,78	100	5.538,92	100

La ripresa del mercato italiano del *project finance* nel 2011 è evidente soprattutto in termini di controvalore delle operazioni, che è aumentato del 46% rispetto ai dati 2010, pur a fronte di un leggero calo del numero di operazioni (da 103 a 96).

La crescita della dimensione media delle operazioni potrebbe essere interpretata come un fattore positivo per il rilancio del comparto, sebbene i valori siano ancora distanti dai massimi dell'ultimo decennio.

L'analisi delle operazioni più significative realizzate nel 2011 conferma un trend di cui si è già dato conto nella precedente pubblicazione: le banche estere detengono posizioni di rilievo nella *top ten*, con una quota di mercato del 47% rispetto al controvalore generato da tali operazioni, ovvero il 32% dell'intero mercato italiano del *project finance* nel 2011. Nelle prime 10 posizioni sono presenti 6 operatori esteri, tutti di provenienza comunitaria: essi detengono altresì una quota di mercato pari al 62% rispetto alla operatività complessiva degli intermediari stranieri.

Tab. 6 – Classifica degli intermediari per volume delle operazioni di project finance realizzate nel 2011 sul mercato italiano (valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Thomson Reuters - Project Finance International

N°	Mandated Lead Arranger	Controvalore	%
1	Unicredit	597,51	10,8
2	BMPS	589,02	10,6
3	Intesa Sanpaolo	437,85	7,9
4	Société Générale	395,31	7,1
5	Centrobanca	375,77	6,8
6	Natixis	360,79	6,5
7	ING	279,11	5,0
8	Crédit Agricole	254,63	4,6
9	WestLB	241,74	4,4
10	BNP Paribas	219,97	4,0
11	Altri intermediari esteri	1.093,65	19,7
12	Altri intermediari italiani	693,56	12,5
Totale		5.538,91	100

Tab. 7 – Distribuzione delle operazioni di project finance sul mercato italiano per settore (2011, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Thomson Reuters - Project Finance International

Settore	Controvalore operaz. 2011		%	Distrib. % ctvl. operaz. 2002/10
	intermediari esteri	intermediari italiani		
Petrolio e gas	1.286,52	989,27	41,1	3,4
Energia	1.218,19	1.029,11	40,6	59,3
Infrastrutture	340,49	265,60	10,9	6,2
Trasporti		409,74	7,4	11,0
Telecomunicazioni			-	11,3
Altri settori			-	7,5
dati nd.			-	1,2
Totale	2.845,20	2.693,72	100	100

Nel corso del 2011 i finanziamenti sono stati soprattutto destinati ad imprese operanti nel comparto petrolifero e dell'energia (tab. 7), con variazioni non particolarmente significative tra intermediari italiani ed esteri, anche in ragione della limitata diversificazione intersettoriale dei finanziamenti. Rispetto alla distribuzione percentuale del decennio precedente, il settore energetico si conferma quello più rilevante, anche in ragione di alcune grandi operazioni che si sono realizzate nel periodo.

Sulla base delle informazioni contenute del *database* PFI, sono state ricostruite – mediante aggregazione delle singole *tranche* – le operazioni realizzate nell'anno 2011. Le 27 operazioni censite sono state analizzate per dimensione e per provenienza geografica del *pool* di *lead arranger* coinvolti. I risultati sono di seguito commentati.

Le 27 operazioni danno evidenza di un mercato piuttosto concentrato e che ha beneficiato della realizzazione di una grande operazione (Rete Gas SpA) di importo superiore ai 2 miliardi di euro, che, da sola, ha costituito poco meno del 40% del mercato.

Ne consegue che le prime 5 operazioni hanno rappresentato il 56,2% dei prestiti 2011, percentuale che sale all'85,5% se estendiamo la nostra analisi alle prime 10 operazioni. Nella *top ten* per operazione la quota di penetrazione dei soggetti esteri è molto significativa: essi hanno partecipato – congiuntamente ad intermediari italiani – alla costituzione del *pool* di finanziatori in 7 casi su 10, mentre un'operazione è stata interamente gestita da intermediari esteri. Sulla base di tale variabile, la quota di mercato detenuta dai soggetti esteri può essere stimata attorno al 78%.

4.2 Private equity e venture capital

Con riferimento al comparto degli investimenti di medio/lungo termine nel capitale di rischio (*private equity* e *venture capital*), nel presente rapporto si dà conto dell'andamento di tali operazioni nel periodo 2004/2011.

La serie storica è stata ricostruita sulla base di informazioni e dati contenuti negli atti e documenti dei convegni annuali dell'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI). In tali occasioni AIFI pubblica i risultati dell'indagine periodica condotta in collaborazione con PwC-Transaction Services, che si propone di stimare l'attività degli intermediari italiani ed esteri svolta in tale comparto.

In particolare, per quanto rileva per le finalità della presente ricerca, sulla base di tali dati si evidenzierà il contributo e la penetrazione degli operatori esteri nel favorire e sostenere i volumi di capitali raccolti sul mercato italiano.

Nello specifico l'analisi dell'attività di *fund raising* (tab. 8) ha riguardato:

- gli operatori indipendenti che mantengono uno specifico focus di investimento sul mercato italiano (“raccolta indipendente”);
- gli operatori *captive* italiani, che non effettuano attività di raccolta indipendente, ma ricevono i capitali dalla Casa madre (“capitale fornito dalla capogruppo”).

Ai flussi così raccolti si devono poi aggiungere i flussi da *capital gain* derivanti da disinvestimenti realizzati in un dato periodo e disponibili per essere nuovamente investiti.

Secondo le informazioni più recenti disponibili sul sito web di AIFI, l’Associazione oggi conta 123 associati, di cui circa un quarto (30) di matrice estera, cui si aggiungono 3 operatori a partecipazione mista italiana ed estera.

Le risorse complessivamente raccolte dagli operatori presenti in Italia nel corso del 2011 sono risultate pari a 1.049 milioni di euro (tab. 8).

Mentre il 2010 aveva visto un ripresa dei volumi raccolti, dopo due anni di variazioni negative, nel corso del 2011 si è osservata una significativa contrazione dell’attività di raccolta (–52% rispetto all’anno precedente), a testimonianza dell’incertezza soprattutto dei grandi investitori internazionali e della scarsa liquidità da poter destinare a favore di nuove sottoscrizioni.

Si aggiunga inoltre che il totale della raccolta 2011 resta ancora ampiamente inferiore ai volumi medi annui registrati nel triennio 2006/08 (con un calo di circa il 58%).

Ai volumi di raccolta 2011 occorre poi aggiungere il dato relativo agli investitori pan-europei con base in Italia: nel 2011 il loro contributo è risultato pari al 51,1% dei capitali raccolti, con un significativo incremento – pari a circa +29% in valore – rispetto al dato dell’anno 2010, storicamente il più basso in termini di raccolta da investitori pan-europei. Anche con riferimento a tali flussi di raccolta, tuttavia, i risultati più recenti sono ancora ampiamente più contenuti rispetto alla parte centrale del decennio e, sostanzialmente, rispetto al periodo pre-crisi.

Tab. 8 – Evoluzione dei capitali raccolti (2004/11, valori in milioni di euro e in %) –
Fonte: rielaborazione propria su dati AIFI

	2004		2005		2006		2007	
	Valore	%	Valore	%	Valore	%	Valore	%
Raccolta indipendente	1.314	46,0	888	28,0	1.456	35,2	2.331	40,4
Capitale fornito dalla capogruppo	299	10,5	377	11,9	728	17,6	515	8,9
Capital gains	50	1,8	80	2,5	91	2,2	182	3,2
Totale raccolta (a)	1.663	58,2	1.345	42,4	2.275	55,0	3.028	52,5
Investito pan-europei con base in Italia (b)	1.194	41,8	1.826	57,6	1.858	45,0	2.742	47,5
Totale capitali raccolti (a+b)	2.857	100	3.171	100	4.133	100	5.770	100

	2008		2009		2010		2011	
	Valore	%	Valore	%	Valore	%	Valore	%
Raccolta indipendente	1.745	32,7	785	37,7	1.903	62,7	695	32,4
Capitale fornito dalla capogruppo	476	8,9	169	8,1	284	9,4	354	16,5
Capital gains	46	0,9	3	0,1	0	-	0	-
Totale raccolta (a)	2.267	42,4	957	46,0	2.187	72,0	1.049	48,9
Investito pan-europei con base in Italia (b)	3.074	57,6	1.123	54,0	849	28,0	1.098	51,1
Totale capitali raccolti (a+b)	5.341	100	2.080	100	3.036	100	2.147	100

Tuttavia, non va dimenticato che nel periodo 2004/11 la raccolta riconducibile agli investitori pan-europei è pari a circa 13,7 miliardi di euro, ovvero poco meno della metà (48,2%) dei capitali totali raccolti (28,5 miliardi di euro) nel periodo e questo nonostante la volatilità conseguente anche all'andamento del quadro congiunturale degli ultimi 4 anni.

Risultati simili si evidenziano focalizzando l'attenzione sulla sola raccolta indipendente. Infatti, l'analisi dell'origine geografica dei capitali così raccolti (tab. 9), condotta sempre con riferimento al periodo 2004/11, evidenzia flussi di raccolta indipendenti cumulati pari a 11,1 miliardi, di cui 7,1 (64,4%) di provenienza locale e circa 4 miliardi (35,6%) di fonte estera. Va osservato che tale quota si è significativamente ridotta proprio nell'ultimo quadriennio (14,6% nel periodo 2008/11, con una punta particolarmente bassa di raccolta nel 2010, a fronte di un'incidenza del 53,6% registrata nel periodo 2004/07). Questo non fa che testimoniare le difficoltà per gli operatori istituzionali esteri ad investire in Italia in una fase di particolare incertezza e di scarsa attrattività complessiva del nostro sistema economico e finanziario.

L'incremento nella volatilità della quota di raccolta indipendente di fonte estera, inoltre, non sembra offrire la possibilità di definire con efficacia un trend previsionale di breve termine. Probabilmente si confermeranno posizioni in lieve crescita (come già evidenziato nel 2011) ovvero strategie di attesa, che rifletteranno sia l'incertezza dei grandi investitori internazionali, sia la limitata liquidità da poter destinare a favore di nuove sottoscrizioni.

Tab. 9 – Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti (raccolta indipendente, 2004/11, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: elaborazione propria su dati AIFI

	2004		2005		2006		2007	
	Valore	%	Valore	%	Valore	%	Valore	%
Raccolta indipendente	1.314		894		1.454		2.331	
di cui: Italia	499	38,0	544	60,9	733	50,4	1.002	43,0
di cui: estero	815	62,0	350	39,1	721	49,6	1.329	57,0

	2008		2009		2010		2011	
	Valore	%	Valore	%	Valore	%	Valore	%
Raccolta indipendente	1.750		785		1.903		695	
di cui: Italia	1.436	82,1	534	68,0	1.865	98,0	549	79,0
di cui: estero	314	17,9	251	32,0	38	2,0	146	21,0

La sola componente bancaria della raccolta indipendente è risultata pari a 192 milioni di euro nel 2011, di cui 23 di fonte estera (12%, tab. 10), in crescita rispetto al 2010, anno in cui la raccolta indipendente da banche estere, come abbiamo già detto, si era di fatto azzerata.

Il peso della raccolta bancaria estera sui flussi di raccolta indipendente ha presentato ampia volatilità nel periodo analizzato, il che ci fa supporre come vi sia una forte e costante attenzione all'andamento del mercato italiano e alla possibilità di individuare al suo interno opportunità di investimento, ma le scelte di posizionamento dipendono anche dal miglioramento o dal deterioramento del quadro-Paese.

Nel dettaglio, si può osservare come nel periodo analizzato le banche estere abbiano contribuito al 18,6% della raccolta indipendente bancaria, ovvero il 4,6% della raccolta indipendente complessiva.

Tab. 10 – Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti proveniente da banche (raccolta indipendente, 2004/11, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: elaborazione propria su dati AIFI

	2004		2005		2006		2007	
	Valore	%	Valore	%	Valore	%	Valore	%
Raccolta indep. banche	315		311		322		619	
di cui: banche italiane	155	49,2	261	83,9	314	97,5	409	66,1
di cui: banche estere	160	50,8	50	16,1	8	2,5	210	33,9

	2008		2009		2010		2011	
	Valore	%	Valore	%	Valore	%	Valore	%
Raccolta indep. banche	183		37		775		192	
di cui: banche italiane	131	71,6	27	73,0	775	100,0	169	88,0
di cui: banche estere	52	28,4	10	27,0	0	-	23	12,0

Vi è poi un'ulteriore componente "estera" non legata agli intermediari bancari ma, per lo più, riconducibile ad operatori specializzati: essa ha contribuito per il 31% circa della raccolta indipendente complessiva nel periodo 2004/11.

Il consuntivo 2011 di AIFI evidenzia come le condizioni di mercato restino difficili, sebbene, il peggio e le fasi più acute della crisi sembrano alle spalle. Nel 2011, rispetto all'anno precedente, le risorse investite sono aumentate, così come il numero delle operazioni, sebbene in misura meno che proporzionale. Come rilevato nella pubblicazione AIFI, per il 2012 una progressiva normalizzazione dei mercati finanziari potrebbe favorire una ripresa degli investimenti.

A questo potrebbe altresì contribuire l'adozione del Regolamento relativo ai fondi europei di *venture capital* – attualmente in fase di discussione –, volto a creare, con il "passaporto europeo", un veicolo giuridico d'investimento unico per tutta l'Europa che aiuti i fondi europei di *venture capital* ad attirare investitori internazionali e, per tale via, agevolare l'accesso delle PMI innovative ai finanziamenti.

4.3 Le operazioni di Merger & Acquisition

In questo paragrafo si dà conto dell'attività di *advisory* prestata da operatori esteri nella strutturazione di operazioni di fusioni ed acquisizioni (*Merger & Acquisitions*, M&A) sul mercato italiano. Si tratta di servizi di consulenza ed assistenza prestati sia all'impresa acquirente (*acquiror*), sia all'impresa target.

L'analisi del *database* di *Dealogic* consente di osservare entrambi i lati della transazione (*buy side* e *sell side*). Da un punto di vista metodologico, facendo seguito a quanto già realizzato nelle precedenti indagini, l'analisi del posizionamento e delle quote di mercato detenute dai soggetti esteri verrà condotta sulla base della rilevanza delle operazioni realizzate, misurata dal controvalore della transazione (*deal value*) e della provenienza geografica degli intermediari che hanno prestato servizi di *advisory* (italiani, esteri e *pool* di operatori italiani ed esteri)⁵.

⁵ Nel caso di operazioni assistite congiuntamente da soggetti italiani ed esteri, tuttavia, non è possibile ricavare la quota del *deal value* riconducibile in via esclusiva a questi ultimi.

Segnaliamo altresì che il *database*, ancorché ampio ed approfondito, non è completo per quanto concerne la valorizzazione delle operazioni: per diverse di queste non è stato possibile risalire all'ammontare del cd. *deal value* e pertanto, come negli altri anni, ci si è dovuti limitare alle transazioni effettivamente valorizzate. La modalità di rilevazione dei dati determina quindi qualche problema di interpretazione e rende più difficile l'analisi dei risultati⁶.

Nel 2011 sono state censite 904 *tranche* per operazioni di M&A a valore sul mercato italiano, ovvero con almeno una controparte italiana: la valorizzazione della transazione era disponibile per 328 di queste, per un controvalore di circa 69 miliardi di euro, in crescita rispetto ai 50,7 del 2010.

La successiva tab. 11 riporta la distribuzione del *deal value* per origine geografica degli *advisor*. Si è altresì cercato di evidenziare la presenza di soli *advisor* esteri, ovvero di operazioni assistite da almeno un *advisor* estero. Sono poi evidenziate, per differenza, tutte le transazioni che, sebbene censite nel *database*, presentano informazioni parziali, ad esempio con riferimento all'identificazione degli *advisor*. Gli *advisor* della controparte acquirente sono di provenienza estera nel 54,7% dei casi (ovvero in % del controvalore complessivo di mercato), percentuale che scende al 26,2% con riferimento alla controparte *target*.

Questa distribuzione però è differente se noi esaminiamo la distribuzione degli *advisor* per numero di operazioni: gli intermediari esteri hanno assistito l'*acquiror* per il 18% delle *tranche* valorizzate (59 operazioni su 328), mentre la consulenza alla *target* è stata prestata da soggetti esteri in 39 casi su 328 (12%).

⁶ In particolare, nel *database* una operazione di M&A viene "frazionata" su più *record*, probabilmente in ragione delle modalità di realizzazione della stessa. Ai fini della nostra analisi ciò genera una moltiplicazione del numero di operazioni che, in realtà, è solo apparente, visto che deriva dal conteggio di più "tranche" riconducibili alla stessa operazione.

Tab. 11 – Distribuzione del controvalore (deal value) delle operazioni di M&A per origine del target advisor e dell'acquiror advisor (2011, volumi in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Origine del target advisor parent	Origine dell'acquiror advisor parent								Totale	
	estera		italiana e estera		italiana		dati nd.		Valore	%
	Valore	%	Valore	%	Valore	%	Valore	%		
estera	12,55	18,2	3,91	5,7	0,03	0,0	1,65	2,4	18,13	26,2
italiana e estera	21,57	31,2	0,95	1,4	0,07	0,1	13,51	19,6	36,09	52,2
italiana	1,60	2,3	1,46	2,1	0,12	0,2	0,12	0,2	3,30	4,8
dati nd.	2,04	2,9	0,73	1,1	0,95	1,4	7,84	11,4	11,56	16,7
Totale	37,75	54,7	7,05	10,2	1,16	1,7	23,11	33,5	69,07	100

Nota: le % sono calcolate sul controvalore totale.

Come evidenziato anche nella precedente indagine, sembrano quindi confermarsi due tendenze. In primo luogo, sono molto diffuse le combinazioni “ibride” in cui almeno un *advisor* non è nazionale: ci riferiamo a circa il 29% delle *tranche* valorizzate (96 su 328) e l’87% in valore (circa 60 miliardi di euro). Data questa distribuzione possiamo presumere che i soggetti esteri sono intervenuti con maggior frequenza nell’assistenza ad operazioni di dimensione più rilevante.

Le informazioni contenute nel *database* consentono altresì di analizzare l’appartenenza settoriale della *target company* e incrociare quindi tale dato con la provenienza geografica degli *advisor*. La tab. 12 rendiconta tale incrocio di variabili, con riferimento al settore di appartenenza della *target company* e alla provenienza geografica dell’*acquiror advisor*.

I soggetti esteri hanno prestato la loro consulenza per lo più ad imprese dei settori delle telecomunicazioni (*Telecommunications*), della produzione di beni di consumo (*Consumer Products*), automobilistico (*Auto/Truck*) e alimentare (*Food & Beverage*). In tali 4 settori di operatività delle imprese in via di acquisizione si sono generati oltre 29,5 dei 37 miliardi di euro riconducibili ai soli *acquiror advisor* esteri (78%). Tale distribuzione, peraltro, non è molto differente da quanto si osserva da un’analisi complessiva del mercato. Il settore delle TLC si conferma, in effetti, prevalente: alle imprese *target* di tale settore è infatti riconducibile poco meno di un terzo (30,7%) del controvalore delle operazioni di M&A censite nel 2011.

Tab. 12 – Distribuzione del valore delle operazioni di M&A per settore di operatività dell'impresa target e per origine geografica dell'acquirer advisor (2010, primi 10 settori, valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Settore di operatività della target company	Origine dell'acquirer advisor										Totale settore (a)				
	estera			italiana			italiana e estera			dati nd.					
	Valore	#	% su (a)	Valore	% su (a)	% su (a)	Valore	% su (a)	% su (a)	Valore	% su (a)	% su (a)	Valore	#	% su totale
Telecommunications	18,24	1	86,1	2,39	11,3	33,9	0,02	0,1	1,4	0,54	2,6	2,3	21,19	1	30,7
Consumer Products	4,98	2	96,7	13,2						0,17	3,3	0,7	5,15	3	7,5
Auto/Truck	3,84	3	92,8	10,2						0,30	7,2	1,3	4,13	7	6,0
Food & Beverage	2,50	4	52,8	6,6	1,31	18,6	0,08	1,7	6,9	0,84	17,8	3,6	4,72	4	6,8
Utility & Energy	2,14	5	46,7	5,7	1,06	23,2	0,46	10,1	40,1	0,91	19,9	3,9	4,57	5	6,6
Retail	1,30	6	73,8	3,5	0,21	11,6	2,9			0,26	14,6	1,1	1,77	8	2,6
Finance	1,01	7	23,9	2,7	0,74	17,5	10,5	0,20	17,3	2,28	53,9	9,9	4,23	6	6,1
Construction/Building	0,88	8	59,8	2,3			0,14	9,2	11,7	0,46	31,0	2,0	1,48	10	2,1
Insurance	0,57	9	76,2	1,5	0,17	22,8	2,4			0,01	1,0	0,0	0,75	12	1,1
Transportation	0,43	10	39,9	1,1	0,39	35,7	5,5			0,26	24,4	1,1	1,08	11	1,6
Altri settori	1,87		9,3	5,0	0,78	3,9	11,1	0,26	1,3	22,6	85,4	73,9	20,01		29,0
Totale	37,75		54,7	100	7,05	10,2	100	1,16	100	23,11	33,5	100	69,07		100

Nota: i settori sono ordinati per deal value decrescente per operatività degli advisor esteri.

Anche tale analisi, tuttavia, non può non tenere conto che per un numero considerevole di operazioni – relative a oltre 23 miliardi di controvalore – non era disponibile l’informazione che ci consentisse di individuare l’*acquiror advisor* e, di conseguenza, la sua provenienza geografica.

La medesima disaggregazione dei dati per origine del *target advisor* non presenta sostanziali differenze rispetto a quanto esposta nella tab. 12, se non una parziale ricomposizione dei primi 4 settori per operatività degli intermediari esteri, in una classifica guidata dal settore della produzione di beni di consumo⁷.

Di interesse sono anche le informazioni di *consensus* degli operatori e di attese sull’immediato futuro per il mercato italiano dell’M&A. Il rapporto di KPMG Corporate Finance segnala e conferma come, dopo un 2010 di assoluta difficoltà, anche il 2011 sia stato un anno a “due velocità”, con alcuni risvolti in chiaroscuro.

Secondo le rilevazioni di KPMG nel 2011 si è avuta una ripresa del mercato, con numero di operazioni e controvalore in crescita rispetto al 2010, punto di minimo del decennio⁸. La crescita del controvalore, da 20

⁷ Anche nella prospettiva di analisi della operatività svolta da *target advisor* esclusivamente esteri, i quattro settori più rilevanti risultano essere *Telecommunications, Consumer Products, Auto/Truck* e *Food & Beverage*; ad essi sono riconducibili transazioni di M&A pari a circa 14,2 miliardi di euro, ovvero il 78% della quota di *deal* assistiti esclusivamente da *target advisor* esteri.

⁸ Si precisa che le evidenze del Rapporto KPMG Corporate Finance e il *database* Dealogic scontano alcune differenze nella raccolta dei dati e quindi non sono immediatamente confrontabili. In particolare, l’analisi su dati Dealogic è stata condotta impiegando la cd. *completion date*, che indica il completamento e la chiusura dell’operazione e non limitandosi a rilevare la data dell’annuncio della stessa. Tale elemento è rilevante soprattutto per le operazioni annunciate verso fine anno e della possibile (normale) estensione anche su più mesi di un’operazione di M&A. Il Rapporto KPMG non conteggia, fra l’altro, né l’acquisizione di Wind (Weather Investments SpA) da parte della società russa Vimpelcom Ltd., annunciata nel 2010 e perfezionatasi nella primavera del 2011, né il *demerger* di Fiat Industrial dalla capogruppo, in quanto riassetto interno del gruppo automobilistico. Al netto di queste due operazioni, peraltro di importo molto rilevante, il controvalore complessivo del mercato italiano dell’M&A nel 2011 secondo le due fonti è sostanzialmente allineato. Viceversa, Dealogic non conteggia le IPO e, quindi, ad esempio, manca la quotazione di Prada alla Borsa

a 28 miliardi di euro, è legata soprattutto al ritorno di operazioni di grandi dimensioni che erano mancate del tutto nel 2010. La classifica è dominata da operazioni *cross-border*: tutte le prime 10 operazioni per dimensione sono di tale natura e in 8 casi su 10 sono state acquisite imprese italiane. Solamente due sono state operazioni cd. *cross-border-out*.

Sulla base delle informazioni ricavate dal Rapporto KPMG abbiamo incrociato la natura e la provenienza geografica degli advisor (dal *database* Dealogic), al fine di verificare se i soggetti esteri detengono una quota di mercato e una posizione di predominanza nelle transazioni più significative (tab. 13).

Tab. 13 – Distribuzione del valore delle prime 10 operazioni di M&A per controvalore e provenienza geografica degli advisor (2011, valori monetari in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic e Rapporto KPMG

	Target advisor		Acquiror advisor	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Controvalore delle prime 10 operazioni				
di cui: con financial advisor estero	6.513,67	13,3	20.254,87	41,2
di cui: con financial advisor italiani ed esteri	37.341,36	76,0	2.340,00	4,8
di cui: con advisor estero con altro ruolo	1.209,00	2,5	8.124,15	16,5
di cui: con advisor italiano con altro ruolo	355,00	0,7	400,00	0,8
dati nd.	3.700,00	7,5	18.000,00	36,6
Totale	49.119,03	100	49.119,03	100

Le prime 10 operazioni – intero *deal* – rappresentano circa il 70% della dimensione dell'intero mercato, soprattutto in conseguenza della presenza di 2-3 *big deal* (Weather Investments SpA-Vimpelcom, il riassetto di Fiat Industrial SpA e l'operazione Bulgari-LVMH).

Il ruolo dei soggetti esteri è particolarmente significativo. Essi hanno assistito le *target company*, in qualità di *financial advisor*, da soli o congiuntamente con operatori italiani, per operazioni che hanno espresso poco meno del 90% del controvalore delle prime 10 operazioni. Viceversa, osservando la distribuzione dell'attività di consulenza prestata a favore dell'acquirente, il *financial advisor* estero ha assistito operazioni di M&A per un controvalore pari al 41% del totale delle

di Hong Kong che ha rappresentato la terza operazione per controvalore all'interno del Rapporto KPMG.

prime 10 operazioni. E' altresì di rilievo il ruolo degli *advisor* esteri anche per offrire la cd. *fairness opinion*, ovvero il giudizio di congruità destinato a verificare che il valore attribuito all'impresa oggetto di valutazione sia congruo rispetto al valore di mercato riferito ad imprese *comparables*.

Il mercato italiano dell'M&A si fonda quindi significativamente sul contributo dei soggetti esteri, *in primis* gli investitori che guardano ancora con un po' di difficoltà al mercato nazionale, schiacciato tra la crisi del debito sovrano e la difficile attuazione e l'incerta efficacia delle politiche di risanamento e di rilancio della crescita.

Oltre agli investitori, ugualmente rilevante è il ruolo degli intermediari esteri, banche d'investimento e banche commerciali che oltre alla consulenza possono strutturare anche un'operazione di finanziamento e supportare le imprese italiane, anche per M&A condotte all'estero. Inoltre, nel caso di una riduzione del numero di operazioni di M&A e della crescente difficoltà ad individuare occasioni di acquisizione "a valore aggiunto", la consulenza qualificata, l'esperienza internazionale, la capacità di agire anche in contesti di mercato altamente volatili saranno necessariamente delle competenze *core* e degli *atout* che potranno rafforzare il posizionamento delle principali *investment bank* anche sul mercato italiano dell'M&A e così sostenere processi di crescita e internazionalizzazione delle imprese. La loro presenza e la loro capacità di rispondere alle esigenze delle imprese *target* e *bidder* potrà ulteriormente attirare nuovi investitori, soprattutto di provenienza estera.

Le prime anticipazioni sui dati 2012 sembrano confermare le incertezze degli ultimi due anni. L'interesse per il comparto potrà essere rilanciato dal recente o dall'atteso *closing* di alcune operazioni di cui si è molto parlato negli ultimi tempi sulla stampa specializzata, fra cui l'OPA Benetton-Edizione Holding, Edison-EDF, la cessione di Fondiaria-SAI e, fra le operazioni *cross-border* in uscita, Luxottica-Tecnol.

Qualche rinnovata attesa, inoltre, riguarda il sistema bancario, da tempo sotto pressione soprattutto per la realizzazione di operazioni di *deleveraging* e di cessione degli *assets no-core*, per incrementare la qualità dell'attivo e così contribuire al rafforzamento patrimoniale, nella direzione suggerita anche da Basilea III.

CAPITOLO 5. CONSULENZA E OPERATIVITÀ SUI MERCATI DEI CAPITALI E NEGLI STRUMENTI DERIVATI

5.1 L'attività delle banche estere nei Debt Capital Markets

Gli intermediari esteri operanti in Italia hanno storicamente fornito un supporto alle imprese italiane che si sono rivolte ai mercati internazionali per l'attività di raccolta mediante il collocamento di strumenti di finanziamento (per lo più emissioni obbligazionarie).

In particolare, limitando l'osservazione all'attività di *advisory*, le banche estere si sono occupate di strutturare l'operazione, in qualità di *bookrunner*. Tale ruolo è stato svolto talvolta in maniera esclusiva, in altri casi con un *pool* di banche italiane.

Le informazioni estratte dal *database* Dealogic consentono di analizzare le caratteristiche di tali collocamenti, per dimensione, forma tecnica e contributo degli intermediari al collocamento. I dati relativi alle emissioni avvenute nel 2011 ci consentono di quantificare come il controvalore collocato sia stato pari a 393 miliardi di euro, con una crescita del 16% rispetto al 2010. Il dato è di poco superiore alla media del triennio 2008/10 (tab. 1).

La quota più rilevante dei collocamenti è priva di *bookrunner* e per tali emissioni non è pertanto possibile analizzare il contributo degli intermediari esteri al collocamento. La quota di tali prestiti è risultata pari a circa il 62% delle emissioni 2011, un dato di poco superiore alla media del periodo 2001/11 (54%).

L'attività degli intermediari esteri è stata molto significativa. Essi hanno partecipato al 15% dei collocamenti 2011 con *bookrunner*, percentuale che sale al 62% se conteggiamo anche l'operatività congiunta (all'interno di un *pool* di *bookrunner*) con uno o più intermediari italiani.

Tali quote sono in calo rispetto alla media del decennio precedente: nel periodo 2000/10 la quota intermediata dai soli soggetti esteri era pari al 38% del controvalore delle emissioni con *bookrunner*, mentre la quota dell'operatività congiunta con intermediari italiani era pari al 77%.

Tab. 1 – Distribuzione del controvalore annuo dei prestiti su DCM con emittenti italiani, per origine geografica del bookrunner (2001/11, valori in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione su dati Dealogic

Anni	Origine geografica bookrunner parent			Emissioni senza bookrunner	dati nd.	Totale	
	intermediari esteri	intermediari italiani ed esteri	intermediari italiani			Ctvl. totale annuo	%
2001	67,50	37,59	14,55	155,74	0,02	275,40	8,0
2002	45,90	24,02	11,66	125,92	36,04	243,54	7,1
2003	46,09	56,16	8,01	152,12	0,81	263,19	7,7
2004	60,35	72,56	5,86	131,88	0,24	270,89	7,9
2005	60,10	59,52	12,68	141,00		273,30	8,0
2006	84,16	67,79	8,70	142,81	0,18	303,64	8,9
2007	56,06	45,13	32,99	147,81	0,20	282,18	8,2
2008	26,83	35,36	110,85	184,14	0,15	357,33	10,4
2009	48,96	59,95	95,27	215,71		419,89	12,3
2010	17,42	65,01	18,96	237,74	0,12	339,25	9,9
2011	21,88	71,11	57,09	242,81	0,60	393,48	11,5
Totale	535,25	594,18	376,62	1.877,67	38,37	3.422,09	100
% 2011	14,6	47,4	38,0				
% 2001/10	37,9	38,6	23,6				

Nota: le percentuali sulle quote degli intermediari sono calcolate come incidenza sul totale dei prestiti assistiti da bookrunner.

Nel 2011 le emissioni si sono realizzate all'interno del settore bancario/finanziario e del settore pubblico (*Central Government*): il dato non sorprende, in quanto in particolar modo su tali settori si sono "scaricate" le principali tensioni di liquidità che hanno colpito i mercati finanziari internazionali.

Le 10 emissioni più importanti – ordinate per valore della *tranche* – hanno riguardato il collocamento di circa 62,3 miliardi di euro, ovvero circa il 16% della dimensione del mercato nel 2011. Di queste, 33,7 miliardi sono stati collocati da emittenti del settore finanziario, mentre i restanti 28,6 sono relativi a emissioni governative.

Se ci limitassimo ad osservare solo prestiti con indicazione del *bookrunner*, anche in questo caso potremmo individuare un focus decisamente orientato verso il settore finanziario. Secondo le richieste e le esigenze degli emittenti di tale comparto, infatti, i *bookrunner* esteri hanno collocato in via esclusiva prestiti per un controvalore di 19,8 miliardi di euro, ovvero oltre il 90% della loro operatività complessiva, pari a 21,8 miliardi di euro. Anche l'attività dei consorzi composti da intermediari italiani ed esteri è stata ampiamente dedicata a emissioni del settore finanziario: da questo provengono infatti prestiti emessi per un controvalore di 51,4 miliardi, a fronte di una operatività complessiva dei consorzi italiani-esteri pari a 71 miliardi di euro (72%).

Per quanto attiene alla forma tecnica del collocamento, le emissioni 2011 si sono concentrate su quattro principali forme: emissioni di governi centrali o autorità locali (*Sovereign, Local Authority*), emissioni di imprese *corporate* con qualità elevata (*Investment grade*), *covered bond* e prestiti di breve termine. Tali prestiti hanno costituito poco meno del 90% delle emissioni 2011.

Limitandoci ad osservare i collocamenti assistiti da soli *bookrunner* esteri, il panorama è sostanzialmente identico: le emissioni di *covered bond*, di prestiti a breve/medio termine e di *corporate bond* hanno costituito l'84% del controvalore delle operazioni assistite da soggetti esteri.

Come abbiamo già descritto nel paragrafo dedicato, i collocamenti di cartolarizzazioni ABS e MBS hanno visto la partecipazione di consorzi costituiti da intermediari nazionali e primarie *investment bank* estere.

Le caratteristiche dei collocamenti 2011 sembrano suggerire una preferenza per obbligazioni garantite o comunque di elevato rating, nonché per prodotti più liquidi e di scadenza contenuta, a conferma di un trend che era emerso anche dall'analisi del mercato nel 2010.

Tab. 2 – Distribuzione del controvalore dei prestiti su DCM con emittenti italiani, per origine geografica del bookrunner e forma tecnica del collocamento (2011, valori in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione su dati Dealogic

Forma tecnica del collocamento (deal type)	Origine geografica bookrunner parent					Emissioni senza bookrunner	dati nd.	Controvalore totale	%	#
	intermediari esteri	intermediari italiani ed esteri	intermediari italiani	intermediari italiani ed esteri	intermediari italiani					
Covered Bond	7,24	33,1	1	19,55	19,14		0,60	46,53	11,8	3
Medium-Term Note	5,89	26,9	2		16,30	0,46		22,64	5,8	5
Short-term Debt	2,78	12,7	3		1,45	38,94		43,17	11,0	4
Corporate Bond-Investment-Grade	2,47	11,3	4	37,47	9,83	1,72		51,50	13,1	2
Asset-Backed Security	1,48	6,8	5	0,61	7,28			9,36	2,4	6
Mortgage-Backed Security	1,03	4,7	6	1,13	0,13			2,28	0,6	8
Corporate Bond-High Yield	0,61	2,8	7	8,60				9,21	2,3	7
Non-US Agency	0,40	1,8	8	0,75				1,15	0,3	9
Sovereign, Local Authority	-	-	9	3,00	2,96	201,68		207,64	52,8	1
Totale 2011	21,88	100		71,11	57,09	242,81	0,60	393,48	100	

5.2 L'operatività nell'Equity Capital Market

Nel presente paragrafo si dà conto della penetrazione delle banche estere – per lo più *investment bank* e intermediari specializzati – nell'offerta di servizi di *advisory* e di assistenza per operazioni sul capitale di rischio, prestati alle imprese italiane che quotano propri titoli di capitale di rischio sul mercato dei capitali (*Equity Capital Market*, ECM).

In tale comparto rientrano, tra le altre, l'attività di coordinamento e di assistenza per la quotazione in Borsa (*Initial public offering*, IPO), le operazioni di aumento di capitale negoziate sui mercati secondari e la negoziazione di prestiti convertibili.

Si è cercato di “misurare” la quota di mercato dei soggetti esteri in funzione del ruolo da questi assunto come *bookrunner* e, in particolare, sulla base dell'origine geografica del *bookrunner parent*.

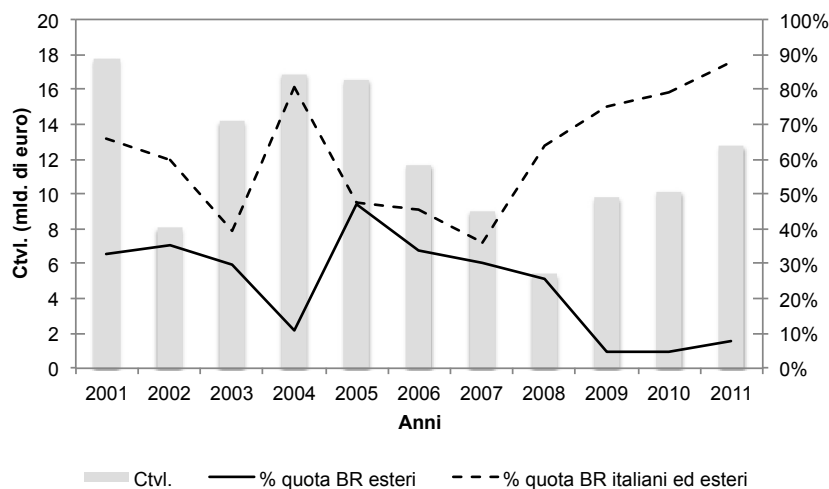
Le elaborazioni sono state condotte sulla base delle informazioni contenute nel *database Dealogic* ed aggiornate alla fine del 2011. I dati sono relativi alle operazioni di ammissione alla quotazione in borsa (IPO) e agli aumenti di capitale effettuati da società italiane sui mercati finanziari nazionali ed internazionali, sui mercati regolamentati, sul MAC (Mercato Alternativo dei Capitali) e sull'AIM (Alternative Investments Market) Italia, recentemente unificati in un unico MTF.

Il controvalore degli scambi effettuati nel periodo 2001/11 è risultato pari a 132,3 miliardi di euro, a fronte di 379 operazioni. Nel solo 2011 il controvalore si è attestato a circa 12,8 miliardi di euro ed è stato originato da 28 operazioni sul capitale: circa 11,2 miliardi di euro di operazioni hanno visto la partecipazione anche di *bookrunner* esteri. Rispetto al 2010 si è osservato un incremento del controvalore delle operazioni, in crescita del 25%, pur a fronte di un calo della loro numerosità. Ciò significa che si è dato origine ad operazioni con un taglio medio più elevato.

Nell'orizzonte temporale esaminato il contributo dei soggetti esteri – attivi come *bookrunner* in via esclusiva, oppure in *pool* con intermediari italiani – è stato molto significativo. Dal 2007 si è assistito ad una progressiva riduzione del contributo esclusivo di soggetti esteri, a fronte di un'espansione della quota di operazioni gestita in partnership con intermediari nazionali. Anche nelle fasi di difficoltà del mercato dei capitali e pur a fronte di un rallentamento del controvalore generato da nuove operazioni sul capitale di rischio (2006/08), gli intermediari esteri

hanno mantenuto la propria presenza e continuato a supportare i collocamenti di imprese italiane.

Fig. 1 – Distribuzione del controvalore annuo delle operazioni su ECM di emittenti italiani (2001/11, valori in miliardi di euro) e quote dei bookrunner per origine geografica (in %, scala di dx.) – Fonte: rielaborazioni su dati Dealogic



Nel 2011 i collocamenti gestiti da *bookrunner* esteri hanno riguardato imprese che operano nel settore delle costruzioni, finanziario e TLC; il settore finanziario è quello in cui si sono realizzate operazioni con coordinamento congiunto tra operatori esteri e banche d'investimento nazionali. Inoltre, se esaminiamo la distribuzione settoriale delle prime 10 operazioni del 2011 per controvalore, è possibile evidenziare come 6 delle prime 10 operazioni (e 4 delle prime 5) siano riconducibili a tale settore.

Le prime 10 operazioni per controvalore pesano per circa il 93% del controvalore totale: esse sono state assistite in 2 casi da un *bookrunner* estero (*sole bookrunner*) e, nei rimanenti 8 casi, da un *pool* di intermediari nazionali ed esteri. A testimonianza della complessità di tali operazioni e della loro dimensione (l'importo medio dei primi 10 *deal* è stato di circa 1,2 miliardi di euro) e, forse, anche di una maggiore volontà di condivisione del rischio, queste 8 operazioni sono state assistite, in media, da 5 intermediari ciascuna.

Tab. 3 – Distribuzione del controvalore delle operazioni su ECM di emittenti italiani per settore economico di appartenenza dell'emittente e per origine geografica del bookrunner (2011, settori ordinati per operatività dei bookrunner esteri, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazioni su dati Dealogic

Settore	Origine geografica bookrunner parent				Totale	%
	intermediari esteri	%	intermediari italiani ed esteri	intermediari italiani		
Construction/Building	625,56	61,2			625,56	4,9
Finance	374,63	36,6	8.639,34	149,94	9.163,90	71,8
Telecommunications	22,03	2,2			22,03	0,2
Computers & Electronics				10,80	10,80	0,1
Consumer Products			378,92	4,21	383,14	3,0
Food & Beverage				6,18	6,18	0,0
Insurance			436,94		436,94	3,4
Leisure & Recreation				3,00	3,00	0,0
Machinery				51,09	51,09	0,4
Metal & Steel				233,75	233,75	1,8
Real Estate/Property				24,92	24,92	0,2
Retail			1.723,14		1.723,14	13,5
Textile				0,23	0,23	0,0
Utility & Energy				80,32	80,32	0,6
Totale	1.022,21	100	11.178,34	564,45	12.765,00	100

Per quanto attiene alla tipologia del collocamento, le operazioni del 2011 hanno riguardato per lo più operazioni cd. “*follow-on offering*”, ovvero gli scambi sul mercato secondario e, pertanto, successivi alla prima quotazione: tali operazioni sono state 20 sul totale di 28 e hanno movimentato oltre l’81% del controvalore. Due di queste operazioni sono state destinate all’AIM Italia, una all’identico segmento sulla Borsa di Londra (London Alternative Investment Market).

Nel *database* Dealogic sono state censite anche sei operazioni di collocamento iniziale di titoli (IPO): 3 di queste – anche in questo caso le tre con *deal value* più significativo – sono state assistite da intermediari esteri insieme a banche d’investimento italiane che sono state sempre presenti in tali transazioni.

Il quadro delle 28 operazioni censite nel 2011 si completa con due operazioni di collocamento di prestiti convertibili, il cui controvalore comunque è stato pari solo all’1% dei collocamenti su ECM nell’anno.

I dati sulle partecipazioni rilevanti, ossia superiori al 2% del capitale ordinario con diritto di voto, sulla base dell’ultima Relazione Consob, evidenziano nel breve periodo, tra il 2008 e il 2011, una riduzione del numero di investitori esteri in qualità di azionisti rilevanti. A fine 2011 gli investitori esteri con partecipazioni superiori al 2% sono presenti in circa una società su 3 (33,7%); la loro quota è in calo di circa 8 punti percentuali rispetto al 41,5% di fine 2008. Peraltro, la diminuzione è comunque meno significativa di quella che ha interessato la percentuale di società quotate in cui sono presenti investitori istituzionali italiani con partecipazioni rilevanti. Tale quota, infatti, è passata dal 13,8% di fine 2008 al 4,6% di fine 2011.

La frazione di capitale ordinario detenuto dagli investitori istituzionali rilevanti nel triennio 2008/11 è passata dal 6,6% di fine 2008 al 6,2% di fine 2011.

Con riferimento alle sole società che compongono il FTSE-Mib, lo studio realizzato da IR Top nel 2011 ha evidenziato come gli investitori istituzioni esteri con partecipazioni rilevanti siano 43 su un totale di 60 presenti nelle società che compongono l’indice. Tali partecipazioni rappresentano circa il 40% del valore complessivo dell’investimento (25,5 su 63,1 miliardi di euro). Sulla base di tali rilevazioni¹, gli USA (14,1 miliardi di euro di valore dell’investimento) e la Francia (2,4 miliardi) erano i due Paesi esteri più rappresentati.

¹ Lo studio è stato condotto su dati Consob aggiornati al 19 aprile 2011.

In termini settoriali, tenuto conto anche della composizione del paniere FTSE-Mib, le partecipazioni sono concentrate in particolare nel settore bancario, a testimonianza “della forte centralità che lo stesso assume all’interno del paniere principale di Piazza Affari”².

Sono poi disponibili – sempre a cura di IR Top – alcuni dati analoghi relativamente alla partecipazione degli investitori istituzionali alle società quotate sul segmento Star. Sulla base dei dati Consob al 5 marzo 2012, il numero di investitori istituzionali esteri in tali società è pari al 72% (48 su un totale di 67): rispetto alla precedente rilevazione di marzo 2011 i movimenti dei soggetti esteri hanno riguardato 8 nuovi ingressi e 15 uscite³. Nel 2011 il valore dell’investimento dei soggetti esteri era pari a circa l’83% dell’investimento complessivo degli investitori istituzionali (circa 1 su 1,2 miliardi di euro).

5.3 Le negoziazioni su MTS

Nel mercato all’ingrosso dei titoli di Stato (MTS Italy), secondo i dati rilevati da MTS Markets, la quota di mercato dei partecipanti esteri è stata storicamente molto significativa⁴.

² IR Top, “*FTSE Mib: analisi degli investitori istituzionali*”, comunicato stampa, Milano, 19 maggio 2011.

³ IR Top, “*Gli Investitori Istituzionali nel Segmento STAR di Borsa Italiana*”, comunicato stampa, Milano, 27 marzo 2012.

⁴ Come è noto, il mercato telematico MTS ospita le negoziazioni all’ingrosso – a pronti (*cash*) e pronti contro termine (*repo*, *MTS/PCT*) – di titoli di Stato italiani ed esteri, quotati e non quotati in Borsa e di altri strumenti obbligazionari. Ad esso possono aderire – anche in forma remota – operatori specializzati in possesso di particolari requisiti minimi, patrimoniali e professionali. Gli aderenti si distinguono in *dealers* e operatori principali (*primary dealers*), tra i quali il Ministero dell’Economie e delle Finanze seleziona gli *specialist* in titoli di Stato, per finalità di gestione dei titoli del debito pubblico. Per questi operatori i requisiti sono più stringenti. MTS SpA gestisce anche BondVision, un altro mercato regolamentato all’ingrosso di titoli di Stato, vigilato da Banca d’Italia. Tale mercato permette ai *primary dealers* di negoziare via internet titoli di Stato di Paesi dell’area dell’euro direttamente con investitori istituzionali e tramite un meccanismo di asta competitiva. L’adesione a MTS Italy *Cash* e *Repo Markets* avviene automaticamente per tutti i comparti, definiti in base alla tipologia di titoli scambiati.

Nel 2011 nel comparto delle negoziazioni a pronti (*MTS Cash Market*) l'attività è stata influenzata negativamente dalle tensioni sul debito sovrano dei Paesi dell'area dell'euro, particolarmente evidenti nella seconda parte dell'anno. Infatti, a dicembre 2011 è stato raggiunto un minimo storico nel controvalore scambiato (1,4 miliardi di euro medi giornalieri). Si è altresì fortemente ridotta la liquidità del mercato. Tuttavia, tenuto conto del diverso andamento del comparto nelle due parti dell'anno, le negoziazioni per l'intero 2011 sono risultate in linea con l'anno precedente, pari a circa 3,4 miliardi di euro medi giornalieri.

Sul mercato BondVision gli scambi sui titoli di Stato sono stati circa il 70% dell'attività complessiva e nel 2011 hanno movimentato un controvalore medio giornaliero di circa 1,4 miliardi di euro, di cui circa il 55% sulle varie scadenze dei BTP.

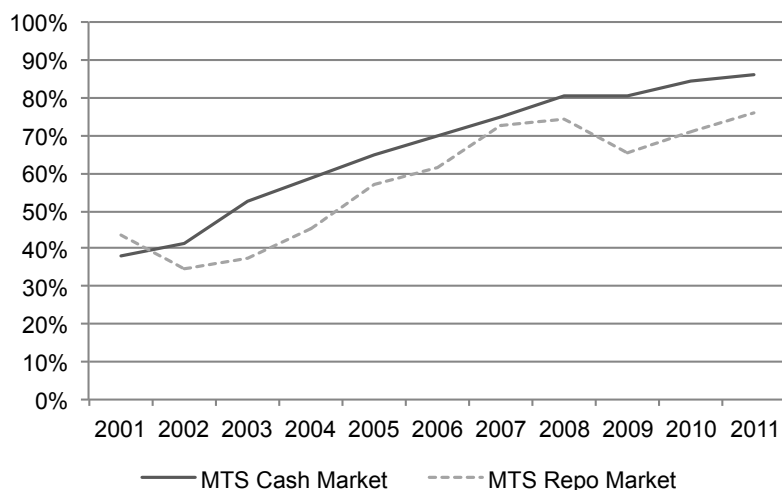
Nei primi 3 mesi del 2012 le negoziazioni sono aumentate a circa 1,96 miliardi di euro medi giornalieri, a testimonianza del rinnovato interesse sui titoli di Stato italiani. Pur non avendo a disposizione dati di dettaglio sull'operatività dei *primary dealers* su BondVision, sulla base delle informazioni ricavate dal sito di MTS Markets è possibile evidenziare che 27 *market maker* su 29 (93%) sono banche estere.

Nel macro-comparto dei pronti contro termine (*MTS Repo Market*), nel corso del 2011 i volumi medi giornalieri sono leggermente calati rispetto all'anno precedente, da 61,5 a 59,8 miliardi di euro, con un andamento profondamente diverso tra i due semestri: tra gennaio e giugno, infatti, i volumi medi giornalieri si sono attestati a 67,9 miliardi di euro, per poi calare di circa il 24% a 51,7 miliardi (media nel secondo semestre).

Con riferimento alla *market share* detenuta dai soggetti esteri, nel 2011 si è confermato il trend dell'ultimo decennio (fig. 2), che ha visto un progressivo incremento della quota dei soggetti esteri.

Nei cinque comparti in cui si articola *MTS Cash Market* (BOT, BTi, BTP, CCT e CTZ) le quote di mercato degli intermediari esteri presentano alcune differenze rilevanti. Vi è comunque un tratto comune: gli intermediari esteri detengono una quota di mercato non inferiore al 50% (media 2001/11). Anche nel comparto di più recente introduzione – il BTi, introdotto nel corso del 2003 – la quota dei soggetti esteri è più che raddoppiata, passando dal 39% del 2003 all'87% del 2011.

Fig. 2 – Quota di mercato dei partecipanti esteri a MTS Italy, distinta per comparto cash e repo (2001/11, valori in % degli scambi) – Fonte: MTS Markets



Anche le quote dei soggetti esteri nel *Repo Market* sono espressive del ruolo estremamente significativo che essi ricoprono nelle negoziazioni all'ingrosso sui titoli di Stato. L'analisi per comparto evidenzia una *market share* che varia tra il 44% (CCT) e l'88% (BTi)⁵ (media 2001/11).

Nel 2011 i 15 aderenti più attivi hanno rappresentato circa il 70% degli scambi sul *Cash Market*, di cui circa il 90% riconducibile a banche estere. Non dissimile è stato l'andamento del *Repo Market*: i 15 operatori più attivi hanno generato il 61,4% degli scambi, di cui l'83% circa è riconducibile a banche estere.

5.4 Le negoziazioni sui mercati cash e Idem

Il presente paragrafo analizza le quote di mercato degli intermediari esteri nelle negoziazioni di strumenti finanziari quotati e scambiati su mercati regolamentati italiani. I dati a disposizione sono stati ricavati dai *report* e dalle statistiche annuali di Assosim (Associazione Italiana

⁵ La media della quota di mercato nel comparto BTi si riferisce al periodo 2003/2011.

Intermediari Mobiliari), che raggruppa gli operatori del mercato mobiliare italiano e relativi agli scambi sui principali mercati finanziari regolamentati italiani (MTA, MOT, EuroMOT, SeDeX e IDEM).

A fine 2010 (ultimi dati disponibili), gli intermediari associati ad Assosim erano 63, di cui 20 esteri. Le statistiche di Assosim si possono ritenere ampiamente significative rispetto ai mercati gestiti da Borsa Italiana: sempre con riferimento al 2010, infatti, le associate che hanno autorizzato la pubblicazione dei dati rappresentavano circa l'84% del controvalore c/terzi scambiato sul mercato azionario e il 92% del controvalore c/terzi scambiato sui mercati obbligazionari. La copertura è pressoché totale (99%) con riferimento ai mercati gestiti da Euro-TLX⁶.

5.4.1 L'analisi del mercato cash

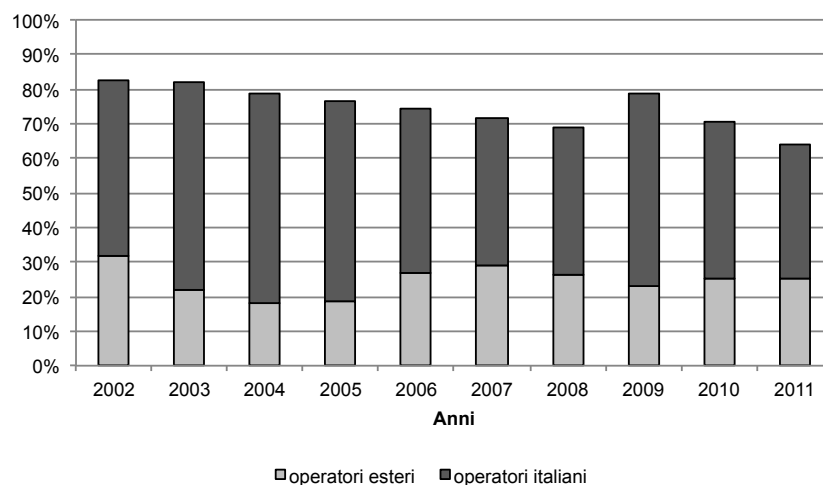
In questo paragrafo si dà conto dell'andamento della quota detenuta dagli intermediari esteri sul controvalore negoziato, con riferimento ai diversi segmenti in cui si articola il mercato a pronti (*cash*), rispetto sia al dato complessivo delle associate Assosim, sia al controvalore negoziato sul mercato.

Come si evince dalla fig. 3, nel 2002 il peso degli intermediari esteri associati Assosim era poco meno di un terzo (31,5%) del controvalore negoziato su titoli azionari sull'intero mercato. In seguito la quota dei soggetti esteri si è ridotta, peraltro con variazioni contenute in pochi punti percentuali. Nel corso del 2011 essa si è attestata al 25%, sostanzialmente stabile rispetto al 2010.

I soggetti esteri però si confermano gli operatori più attivi: la classifica delle quote percentuali per controvalore scambiato nelle negoziazioni per conto proprio presenta 9 banche estere nelle prime 10 posizioni (8 nel 2010): essi rappresentano il 35% del mercato e tenuto conto che gli associati Assosim costituiscono poco meno del 42% del mercato stesso, i soggetti esteri negoziano in conto proprio l'84% del controvalore generato dagli associati Assosim.

⁶ Assosim, "Relazione annuale del Presidente all'Assemblea degli Associati – Esercizio 2010", Milano, 5 maggio 2011.

Fig. 3 – Andamento delle quote di mercato degli operatori associati ad Assosim (2002/11, % di controvalore totale negoziato sul mercato cash, comparto azionario) -
Fonte: rielaborazione propria su dati Assosim



Nei restanti comparti del mercato *cash* la penetrazione degli intermediari esteri è piuttosto variabile, analogamente a quanto osservato negli anni precedenti. La loro presenza si è confermata più modesta nei comparti in cui vengono negoziati strumenti obbligazionari (DomesticMOT e EuroMOT) e nel *trading after hours*, sia per numero di operatori esteri associati e presenti sul mercato, sia per quota di controvalore generato (inferiore al 5% del totale di mercato). Viceversa, risulta più significativa – soprattutto in volume – nei comparti SeDeX e ETFplus. Su SeDeX gli intermediari esteri sono 8 e nel 2011 ha contribuito al 27% del controvalore di mercato, ovvero il 31% del controvalore riconducibile ad associati Assosim.

Nel comparto ETFplus, i 13 intermediari esteri attivi hanno una penetrazione pari al 12% del totale mercato, ovvero poco meno di un terzo del controvalore movimentato da associati Assosim.

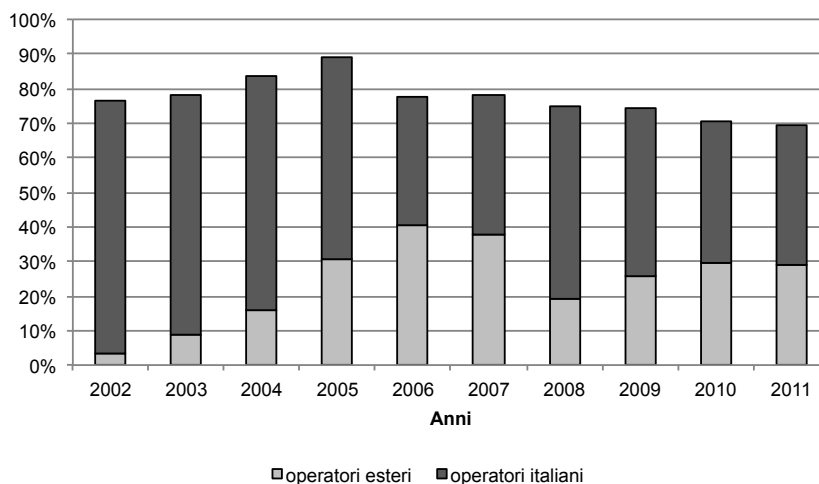
5.4.2 L'analisi del mercato Idem

Sul mercato Idem l'analisi dei dati Assosim delle quote di mercato degli intermediari italiani ed esteri viene effettuata in base al numero di contratti negoziati nei diversi comparti del mercato.

Nel 2011 il numero di intermediari associati partecipanti alle rilevazioni di Assosim è stato pari a 25, di cui 7 esteri (uno in meno rispetto al dato 2010). La quota di penetrazione dei soggetti esteri è piuttosto differenziata tra i comparti del mercato Idem. I valori più elevati si registrano nel comparto dei *future* azionari (cfr. fig. 4), in cui gli intermediari esteri hanno espresso il 29% del numero di contratti scambiati sul mercato, ovvero il 42% del totale riconducibile alle associate Assosim.

Nei contratti derivati sull'indice S&P/MIB (*future* e opzioni) la quota dei soggetti esteri è circa pari all'11% del totale.

Fig. 4 – Andamento delle quote di mercato degli operatori associati ad Assosim (2002/11, % del numero complessivo di contratti di future azionari negoziati sul mercato Idem) - Fonte: rielaborazione propria su dati Assosim



5.5 L'operatività su strumenti derivati

La disamina dell'operatività su strumenti derivati è stata condotta, in modo analogo alla precedente pubblicazione, su un duplice livello di approfondimento. In primo luogo verrà dato conto dell'evoluzione recente degli scambi su strumenti derivati a livello mondiale, sulla base delle statistiche pubblicate dalla Banca dei Regolamenti Internazionali, relative agli strumenti scambiati *over the counter* (OTC), ovvero

negoziati su mercati non regolamentati. Tali scambi costituiscono la parte prevalente delle negoziazioni mondiali in derivati.

In secondo luogo, l'approfondimento nazionale verrà condotto sulla base dei dati derivanti dall'indagine periodica di Banca d'Italia, anch'essa relativa agli scambi OTC.

Sulla base delle più recenti stime della BRI, l'ammontare nozionale dei derivati negoziati fuori borsa a fine 2011 era pari a 648 mila miliardi di dollari USA, con un incremento rispetto allo stock di fine 2010 di circa 47 mila miliardi (+7,8%), con un andamento però profondamente diverso nei due semestri dell'ultimo anno. Infatti nel secondo semestre si è registrato un calo dell'8%. Va però detto che il confronto 2010/11 avviene sulla base di un campione aperto e, quindi, l'incremento del 2011 è in parte riconducibile all'ingresso delle segnalazioni in derivati di Australia e Spagna. Al netto di questi due Paesi, i valori nozionali sarebbero stati pari a 635 mila miliardi di dollari⁷.

La quota maggiore è ascrivibile al comparto degli strumenti su tassi di interesse (*forward*, *swap* e opzioni), i cui nozionali sono circa 504 mila miliardi di dollari (-9% nel secondo semestre del 2011). Nel corso del 2011 le variazioni su tali contratti, in particolare quelli denominati in dollari, euro e sterline, sono conseguenza della mancata sostituzione dei contratti giunti a scadenza: gli operatori hanno ritenuto che le probabilità di rialzo dei tassi su tali mercati fossero piuttosto basse e, quindi, più elevato il costo di sostituzione, dato anche il livello storicamente basso dei tassi di interesse in tali aree.

I derivati creditizi (CDS) hanno visto una diminuzione del controvalore nozionale (29 mila miliardi di dollari), ma un incremento del valore delle posizioni aperte (da 1,35 a 1,58 mila miliardi), in conseguenza dell'incremento dei premi sui CDS per molti emittenti sovrani.

Le statistiche BRI ci consentono anche di stimare il valore dei derivati scambiati su mercati regolamentati. A fine 2011 il nozionale era pari a circa 56,5 mila miliardi di dollari a livello mondiale, ovvero il 9% del nozionale mondiale OTC (era l'11,3% a fine 2010)⁸.

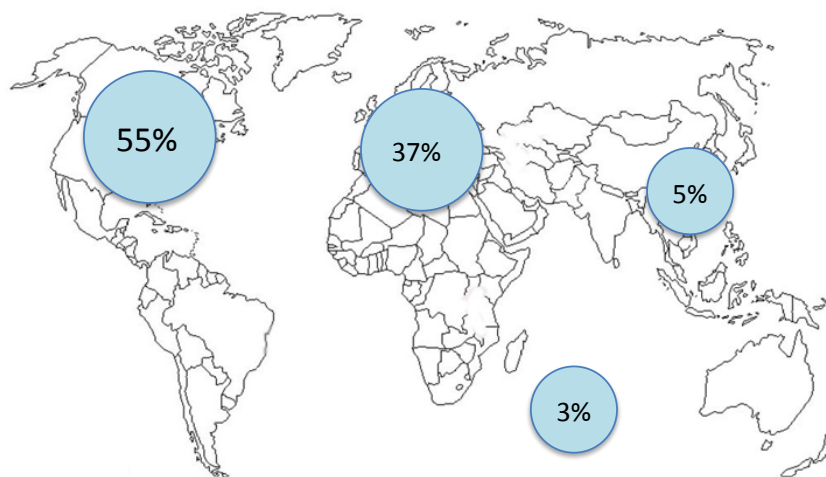
⁷ Banca dei Regolamenti Internazionali, "Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRI", in *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2012, pagg. 10-15.

⁸ ai derivati scambiati su mercati organizzati e regolamentati è, verosimilmente, una stima per difetto, visto che è determinato – sulla base delle rilevazioni BRI – dalla somma del valore nozionale di *futures* (22,9 mila miliardi di \$) e opzioni

Come evidenziato nella successiva fig. 5, i derivati regolamentati sono scambiati soprattutto sui mercati del Nord America (56%) ed europei (37%).

Rispetto a fine 2010, il calo più significativo si è generato nel comparto delle opzioni (da 45,6 a 33,6 mila miliardi di \$, sostanzialmente diviso in modo equo tra mercati nordamericani ed europei).

Fig. 5 – Distribuzione percentuale del valore nozionale dei derivati regolamentati (% su dati di stock a fine 2011, scambi su futures e opzioni) – Fonte: rielaborazione propria su dati BRI



Un'ulteriore difficoltà nella analisi è legata alla copertura delle statistiche nazionali che, come è noto, non sono in grado di riflettere l'operatività di tutti gli intermediari attivi in un dato Paese (ovvero, con controparti domestiche), visto che non è infrequente il caso di operano che non transitano per filiali o filiazioni locali, ma vengono contabilizzate su mercati esteri.

Per il mercato italiano sono quindi disponibili solo alcuni dati aggregati forniti da Banca d'Italia che monitora, con frequenza semestrale (fine giugno e fine dicembre), le esposizioni in essere su

(33,6 mila miliardi di \$). Banca dei Regolamenti Internazionali, "Statistical Annex", in *BIS Quarterly Review*, tab. 23A, giugno 2012.

contratti derivati OTC di un campione composto dai gruppi bancari italiani più attivi nel comparto⁹.

Tale rilevazione ha per oggetto il valore nozionale e il valore lordo di mercato dei contratti derivati su tassi di cambio, tassi di interesse, azioni, indici azionari e CDS.

A fine giugno 2011 il valore nozionale di tali contratti era pari a 11.667 miliardi di dollari, di cui la quota prevalente era riconducibile a derivati finanziari su tassi di interesse, il cui nozionale era di poco superiore a 9.700 miliardi. Rispetto al semestre precedente e, quindi, alle rilevazioni di fine dicembre 2010, la dimensione del mercato italiano dei derivati OTC è cresciuta del 12%, ascrivibile esclusivamente ai derivati finanziari.

L'indagine campionaria condotta sul *turnover*, sebbene aggiornata ancora ai dati di aprile 2010, aveva messo in evidenza come il contributo delle banche non residenti controparti fosse pari al 71% del nominale sui mercati dei cambi e dei derivati.

L'analisi del nozionale purtroppo non riporta le medesime informazioni e quindi non è possibile aggiornare tale dato. E' però interessante esaminare quanto diffuso ancora da Banca d'Italia nell'ultima "*Relazione Annuale*", a proposito della composizione della posizione sull'estero del nostro Paese. A fine 2011 la posizione netta in strumenti derivati è pari a -26,7 miliardi di euro, per l'effetto combinato di uno stock di attività in strumenti derivati a pari a 136 miliardi (+23,9 miliardi rispetto al 2010) e di uno stock di passività pari a 162,7 miliardi (+34,3 miliardi nell'anno). Tale posizione contribuisce a circa l'8% della complessiva posizione patrimoniale netta dell'Italia, pari a -325,4 miliardi di euro a fine 2011. Interessante altresì notare come la posizione sui derivati si componga per -5,5 miliardi da un'esposizione netta

⁹ Banca d'Italia, "*Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine giugno 2011*", comunicato stampa, 6 dicembre 2011. I gruppi inclusi nella rilevazione campionaria sono UniCredit, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e UBI Banca: ad essi fa capo circa il 90% delle operazioni in derivati finanziari e creditizi realizzate dai gruppi bancari italiani. Per completezza si segnala anche l'esistenza di una indagine triennale – sempre a cura di Banca d'Italia, sotto l'egida della BRI – sul volume delle transazioni effettuate sui mercati dei cambi e derivati dalle principali banche residenti. L'ultima indagine è stata effettuata nel 2010 e ha riguardato un campione di 35 banche (33 aziende di credito italiane e 2 filiale di banche estere), che rappresentano circa il 90% del totale degli scambi domestici.

sull'estero del comparto non bancario e per –21,2 miliardi dall'esposizione netta delle banche residenti verso controparti estere.

L'attenzione sugli scambi su strumenti derivati continua ad essere molto alta anche da parte delle Autorità di vigilanza, sia su scala globale, sia a livello europeo. Ne sono esempio sia le attività dell'OTC Derivatives Regulators' Forum, che ha promosso accordi di sorveglianza cooperativa su controparti centrali, sia la prossima approvazione del Regolamento EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*) che si propone di delineare un quadro normativo di riferimento per i derivati OTC. In particolare, entro la fine del 2012 tutti i contratti derivati OTC standardizzati dovranno essere scambiati su mercati regolamentati o su piattaforme alternative di negoziazione, che prevedano comunque il ricorso a procedure di compensazione gestite da controparti centrali. Al contrario, gli operatori che continueranno a negoziare contratti OTC su base bilaterale dovranno soddisfare requisiti di patrimonializzazione più stringenti¹⁰.

Tali novità regolamentari, nella direzione di una maggiore trasparenza e stabilità dei mercati, a tutela degli investitori, potranno altresì comportare una revisione delle scelte strategiche e operative sia degli intermediari finanziari, sia delle imprese industriali che sottoscrivono contratti derivati a protezione di vari rischi aziendali.

Le rinnovate ondate speculative – soprattutto sui titoli di Stato dei Paesi “periferici” dell'area dell'euro – e la dimensione del mercato mondiale dei derivati OTC hanno reso ancora più urgenti queste riforme normative, per prevenire nuovi rischi sistemici legati soprattutto al rischio di controparte.

¹⁰ Banca d'Italia, “*Relazione Annuale sul 2011*”, Roma, 31 maggio 2012, pag. 262; Giudici G., Sottocornola R., “*Imprese e banche si preparano ad affrontare la direttiva EMIR sui titoli derivati*”, Borsa Italiana, IDEM Magazine, febbraio 2012.

CAPITOLO 6. ASSET MANAGEMENT

Nel presente capitolo si analizza il contributo degli operatori esteri all'interno dell'industria italiana del risparmio gestito (gestione collettiva e di portafoglio e fondi pensione)¹.

Le informazioni e i dati disponibili nei *report* dell'Associazione di categoria Assogestioni possono essere considerate significativamente rappresentative del settore italiano del risparmio gestito. Analogamente ai precedenti *report* di Assogestioni, anche i dati del 2010 si riferiscono sia alle società associate ad Assogestioni, sia ad altre società non associate (20, riconducibili a 13 gruppi) ma operanti in Italia. La copertura del mercato, quindi, è significativa e particolarmente elevata per i fondi aperti, includendo anche numerosi fondi esteri. Tra gli insiemi con riferimento ai quali vengono pubblicati con regolarità dati di patrimonio e raccolta, l'indagine di Assogestioni rappresenta quello più ampio in assoluto per il mercato italiano. La copertura è buona anche con riferimento alle gestioni di portafoglio.

Con riferimento alla gestione collettiva e di portafoglio, i dati aggiornati a fine 2011, data di riferimento della presente analisi, sono relativi a 285 società e 112 gruppi per patrimonio promosso e 321 società e 116 gruppi per patrimonio gestito.

6.1 Gestione collettiva e di portafoglio: la quota di mercato detenuta dai gruppi esteri

La tab. 1 evidenzia le quote di patrimonio gestito dei gruppi esteri ed italiani. Tra il 2006 e il 2011 è possibile osservare la riduzione in valore assoluto degli *Asset Under Management* (AUM) – comprensivi sia delle gestioni collettive, sia delle gestioni di portafoglio – che passano da 1.179 a 938 miliardi di euro.

Risulta costantemente in aumento la quota percentuale di patrimonio gestito di pertinenza degli operatori esteri: la quota di mercato ad essi ri-

¹ Sono stati considerati i rapporti Assogestioni disponibili sino al momento della pubblicazione del presente lavoro e, in particolare, la “*Mappa del Risparmio Gestito*” del 17 febbraio 2012, aggiornata alla fine del IV trimestre 2011.

conducibile è più che raddoppiata (da 9,8% a 22,8% nel periodo 2006/11).

Il mercato italiano del risparmio gestito è per lo più concentrato presso gli operatori italiani; tuttavia la quota di quasi 23 punti percentuali raggiunta dalle società e dai gruppi di matrice estera ne testimonia la loro capacità di penetrazione del mercato italiano. Si tratta di un risultato certamente significativo, anche in considerazione della particolare congiuntura che ha caratterizzato l'arco temporale in cui esso è stato conseguito.

Tab. 1 – Evoluzione del patrimonio gestito (gestione collettiva e di portafoglio): controvalori e quote di gruppi esteri ed italiani (valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni

	2006		2007		2008	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Gestione collettiva	671.586	100	648.622	100	434.140	100
Gruppi esteri	97.512	14,5	135.300	20,9	82.151	18,9
Gruppi italiani	574.074	85,5	513.322	79,1	351.989	81,1
Gestione di portafoglio	507.963	100	482.430	100	407.366	100
Gruppi esteri	17.496	3,4	40.796	8,5	60.580	14,9
Gruppi italiani	490.467	96,6	441.634	91,5	346.786	85,1
Totale	1.179.549	100	1.131.052	100	841.506	100
Gruppi esteri	115.008	9,8	176.096	15,6	142.731	17,0
Gruppi italiani	1.064.541	90,2	954.956	84,4	698.775	83,0

	2009		2010		2011	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Gestione collettiva	476.737	100	501.975	100	461.569	100
Gruppi esteri	96.796	20,3	121.820	24,3	123.485	26,8
Gruppi italiani	379.941	79,7	380.155	75,7	338.084	73,2
Gestione di portafoglio	473.185	100	505.455	100	476.109	100
Gruppi esteri	80.593	17,0	92.912	18,4	90.519	19,0
Gruppi italiani	392.592	83,0	412.543	81,6	385.590	81,0
Totale	949.922	100	1.007.430	100	937.678	100
Gruppi esteri	177.389	18,7	214.732	21,3	214.004	22,8
Gruppi italiani	772.533	81,3	792.698	78,7	723.674	77,2

Più in dettaglio, si può constatare che l'aumento della presenza dei gruppi esteri deriva dalla crescita costante e considerevole della gestione di portafoglio, che ha progressivamente guadagnato quote di mercato, a discapito della posizione dei gruppi italiani. La quota di penetrazione dei gruppi esteri, nell'orizzonte temporale considerato, è passata dal 3,4% del 2006 al 19% di fine 2011 del totale del patrimonio gestito.

Peraltro, anche con riferimento alla gestione collettiva, si osserva una crescita della quota di patrimonio gestito dai soggetti esteri, dal 14,5% al 26,8% (tab. 1).

Inoltre, è interessante notare come la variazione del patrimonio gestito dai soggetti esteri sia positiva: sul periodo 2006/11 il tasso di crescita sul patrimonio gestito totale è stato pari all'86,4%, che può essere "disaggregato" in +26,6% nell'ambito della gestione collettiva e in +417,4% con riferimento alla gestione di portafoglio.

Sono tuttavia questi gli unici tassi di variazione positivi, visto che il patrimonio gestito dalle società e dai gruppi italiani si è ridotto (-32% la variazione del patrimonio gestito totale) e questo ha determinato una sostanziale contrazione del mercato.

La tab. 2 evidenzia la composizione dei fondi aperti e chiusi, gestiti da gruppi esteri e italiani. L'aumento della quota estera nel comparto è evidente se si osserva l'intero arco temporale analizzato: la quota dei soggetti esteri si è incrementata soprattutto per effetto della diminuzione del patrimonio gestito riconducibile a gruppi italiani.

Tra il 2006 e il 2011 la variazione di patrimonio gestito per gruppi esteri è risultata pari a +27% (considerando congiuntamente fondi aperti e chiusi), mentre i gruppi italiani hanno visto una contrazione dello stock gestito pari al 41%.

A fine 2011 la penetrazione dei soggetti esteri è, nel complesso, pari al 27% (123,4 miliardi su un patrimonio gestito totale di circa 461,5 miliardi di euro).

Nella successiva tab. 3 sono riportati i dati di patrimonio gestito relativi alle tipologie di prodotto di gestione di portafoglio offerti e gestiti dagli operatori esteri ed italiani al 31 dicembre 2011.

Analizzando i dati relativi ai volumi di attività (stock di patrimonio gestito a fine anno), emerge che i gruppi esteri concentrano la propria attività di gestione in Italia soprattutto nelle gestioni di patrimoni previdenziali (34,4%) e assicurativi (22,8%). Il patrimonio gestito su prodotti di natura previdenziale ha conosciuto la crescita più significativa nell'ultimo anno (+22,9%).

Tab. 2 – Evoluzione della gestione collettiva (fondi aperti e chiusi): quote di gruppi esteri ed italiani sul patrimonio gestito (valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni

	2006		2007		2008	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Fondi aperti	647.586	100	616.362	100	398.373	100
Gruppi esteri	93.323	14,4	130.440	21,2	76.326	19,2
Gruppi italiani	554.263	85,6	485.922	78,8	322.047	80,8
Fondi chiusi	24.001	100	32.260	100	35.767	100
Gruppi esteri	4.189	17,5	4.860	15,1	5.825	16,3
Gruppi italiani	19.812	82,5	27.400	84,9	29.942	83,7
Gestione coll. al 31/12	671.587		648.622		434.140	

	2009		2010		2011	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Fondi aperti	438.150	100	460.442	100	419.078	100
Gruppi esteri	91.597	20,9	116.183	25,2	117.216	28,0
Gruppi italiani	346.553	79,1	344.259	74,8	301.862	72,0
Fondi chiusi	38.587	100	41.532	100	42.490	100
Gruppi esteri	5.199	13,5	5.637	13,6	6.269	14,8
Gruppi italiani	33.388	86,5	35.895	86,4	36.221	85,2
Gestione coll. al 31/12	476.737		501.974		461.568	

Tab. 3 – Evoluzione della gestione di portafoglio per tipologia di prodotto: quote di gruppi esteri ed italiani (2008/11, valori del patrimonio gestito a fine anno, in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni

	2008		2009		2010		2011	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
GPF retail	36.532	100	33.568	100	35.901	100	28.798	100
Gruppi esteri	1.615	4,4	1.549	4,6	1.291	3,6	1.107	3,8
Gruppi italiani	34.917	95,6	32.019	95,4	34.610	96,4	27.691	96,2
GPM retail	72.249	100	78.129	100	85.313	100	71.601	100
Gruppi esteri	6.428	8,9	11.066	14,2	8.958	10,5	8.034	11,2
Gruppi italiani	65.821	91,1	67.063	85,8	76.355	89,5	63.567	88,8
Gestioni di patr. previd.	26.426	100	30.013	100	32.853	100	38.297	100
Gruppi esteri	7.286	27,6	8.208	27,3	10.722	32,6	13.174	34,4
Gruppi italiani	19.140	72,4	21.805	72,7	22.131	67,4	25.123	65,6
Gestioni di patr. assic.	202.036	100	258.618	100	281.628	100	267.762	100
Gruppi esteri	37.050	18,3	55.919	21,6	64.051	22,7	60.972	22,8
Gruppi italiani	164.986	81,7	202.699	78,4	217.577	77,3	206.790	77,2
Altre gestioni	70.123	100	72.858	100	69.759	100	69.651	100
Gruppi esteri	8.201	11,7	9.309	12,8	7.890	11,3	7.231	10,4
Gruppi italiani	61.922	88,3	63.549	87,2	61.869	88,7	62.420	89,6
Gestione di portaf. al 31/12	407.366		473.186		505.454		476.109	

6.2 Il grado di concentrazione nell'industria del risparmio gestito in Italia

Il mercato del risparmio gestito è piuttosto concentrato con riferimento alle prime 3 posizioni del *ranking* (tab. 4): i primi 3 gruppi – tutti italiani – concentrano poco meno del 50% del patrimonio gestito a fine 2011.

Tab. 4 – Classifica dei gruppi per patrimonio gestito al 31/12/2011 (gestione collettiva e di portafoglio, valori monetari in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni

#	Denominazione gruppi	Patrimonio gestito	%
1	Gruppo Intesa Sanpaolo	208.946	22,3
2	Gruppo Generali	138.703	14,8
3	Pioneer Investments - Gruppo UniCredit	107.875	11,5
4	Gruppo Mediolanum	39.182	4,2
5	AM Holding	35.001	3,7
6	Allianz	33.724	3,6
7	Gruppo UBI Banca	25.913	2,8
8	Gruppo BNP Paribas	25.831	2,8
9	Amundi Group	22.529	2,4
10	AXA	21.969	2,3
11	Credit Suisse	19.718	2,1
12	Franklin Templeton Investments	19.337	2,1
13	Gruppo Banco Popolare	16.311	1,7
14	Arca	14.991	1,6
15	Gruppo Azimut	14.967	1,6
16	Poste Italiane	13.910	1,5
17	Credito Emiliano	12.160	1,3
18	Idea Fimit	9.737	1,0
19	JPMorgan Asset Management	9.647	1,0
20	Schroders	8.992	1,0
	Altri gruppi italiani	86.244	9,2
	Altri gruppi esteri	51.936	5,5
Totale patrimonio gestito		937.623	100
Composizione top ten		659.674	70,4
	<i>gruppi italiani</i>	555.621	59,3
	<i>gruppi esteri</i>	104.054	11,1
Composizione top 20		799.444	85,3
	<i>gruppi italiani</i>	637.696	68,0
	<i>gruppi esteri</i>	161.747	17,3

Considerando le posizioni successive, si evidenzia la presenza di numerosi intermediari e gruppi italiani ed esteri con quote di mercato comprese tra 1 e 5%.

Nelle prime 10 posizioni ordinate per patrimonio gestito sono presenti 4 gruppi esteri, con una quota di mercato pari all'11,1%; la numerosità e la quota di mercato salgono, rispettivamente, a 8 e al 17,3% se estendiamo la nostra analisi alla *top 20*.

I dati sono sostanzialmente in linea con l'anno precedente.

6.3 Il ruolo degli intermediari esteri nel comparto dei fondi pensione

All'interno del comparto dei fondi pensione il contributo degli operatori esteri può essere analizzato sulla base dei dati forniti da Assogestioni. Periodicamente viene rilasciato un "*Rapporto sui fondi pensione aperti*" – l'ultimo disponibile è l'aggiornamento al IV trimestre 2010 –, cui si aggiungono altri dati relativi anche ai fondi pensione negoziali o chiusi, disponibili sul sito web Italian Fund Hub (IFH), un servizio di Assogestioni che aggrega dati, informazioni e documenti relativi alla gestione del risparmio in Italia.

Altri dati – anch'essi disaggregati per operatore – sono disponibili nei Bollettini MEFOP². Questi ultimi tuttavia, pur risultando espressivi di un'ampia quota del mercato dei fondi pensione e della previdenza complementare in Italia, presentano alcune incompletezze proprio con riferimento alla raccolta e al patrimonio gestito dagli operatori esteri.

Come evidenziato nella successiva tab. 5, si osserva una tendenziale crescita dello stock di patrimonio gestito riconducibile a gruppi di diritto estero. Nell'ultimo triennio, a fronte di una crescita del patrimonio complessivo del 66,1%, la quota dei soggetti esteri è più che raddoppiata (da 3,5 a 7,6 miliardi di euro, +116,1%), mentre più contenuto – sebbene

² MEFOP SpA (Società per lo sviluppo del Mercato dei Fondi Pensione) è stata fondata nel 1999 e raccoglie al suo interno un ampio panorama di fondi pensione (circa 80 soci) e la partecipazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che detiene la maggioranza assoluta delle azioni. I Bollettini Statistici di sintesi hanno cadenza trimestrale; l'ultimo disponibile è il numero 43 di marzo 2012, con dati aggiornati a fine 2011.

considerevole – è stato l'incremento del patrimonio gestito da operatori italiani (da 11,3 a 17 miliardi di euro, +50,5%)³.

I soggetti esteri detengono quote più significative nei fondi pensione negoziali (41% del patrimonio a fine 2011), rispetto ai fondi pensione aperti (10,8%).

Con riferimento ai soli fondi pensione aperti, i dati MEFOP ci consentono anche di evidenziare il numero di iscritti e lo stock di attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP). Il peso dei soggetti esteri è pari al 20% del numero degli iscritti (163.240 su un totale di circa 820.000 unità) e dell'ANDP (1,45 miliardi, su un totale di circa 7,5 miliardi di euro)⁴.

Tab. 5 – Evoluzione del patrimonio gestito (fondi pensione aperti e negoziali): quote di gruppi esteri ed italiani (valori di fine anno, in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni

	2008		2009		2010		2011	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Fondi pensione aperti	4.856,4	100	5.628,6	100	6.468,4	100	8.184,0	100
Gruppi di diritto italiano	4.514,3	93,0	5.112,4	90,8	5.701,9	88,1	7.296,6	89,2
Gruppi di diritto estero	342,1	7,0	516,1	9,2	766,6	11,9	887,5	10,8
Fondi pensione negoziali	9.987,2	100	12.809,1	100	14.348,6	100	16.473,3	100
Gruppi di diritto italiano	6.791,4	68,0	7.881,3	61,5	8.649,7	60,3	9.717,1	59,0
Gruppi di diritto estero	3.195,8	32,0	4.927,8	38,5	5.698,9	39,7	6.756,2	41,0
Tot. patrimonio gestito al 31/12	14.843,6		18.437,6		20.817,1		24.657,3	

I primi 10 gruppi gestiscono circa 7,4 miliardi di euro di patrimonio dei fondi pensione aperti (pari al 90,4% del totale); nella *top ten* sono presenti due gruppi di diritto estero, pari al 10,8% del totale.

Con riferimento ai fondi negoziali, la concentrazione di mercato presso i primi 10 gruppi è pari al 96,8% (poco meno di 16 miliardi di euro di patrimonio gestito a fine 2011). Nella *top ten* sono presenti 6 gruppi di diritto estero, con una penetrazione di mercato pari al 39,5% del patrimonio totale.

³ I dati a fine 2011 sono riferiti a 17 gruppi di diritto italiano e 8 gruppi di diritto estero.

⁴ I dati sui gruppi di diritto estero sono relativi a 4 gruppi, che gestiscono complessivamente 4 fondi (su 47 censiti da MEFOP). I totali rappresentano circa il 93% del mercato in termini di iscritti e il 91% in termini di ANDP. Il dato degli iscritti, infine, corrisponde al numero effettivo degli iscritti al netto delle duplicazioni dovute agli aderenti che hanno sottoscritto più di una linea di investimento.

6.4 Alcune considerazioni di sintesi

I dati consuntivi 2011 per l'industria italiana del risparmio gestito presentano alcune luci ed ombre.

Se, da un lato, sono proseguiti i riscatti netti dai fondi comuni (–33 miliardi di euro), dall'altro è pur vero che questo flusso di riscatti era stato circa 4 volte tanto nell'anno 2008 e che il 2011 ha visto condizioni piuttosto negative per l'industria europea dei fondi comuni.

Nel mercato italiano è proseguita la “sostituzione” dei fondi di diritto italiano con fondi esteri. Una possibile spiegazione va ricercata nel profilo della distribuzione di tali prodotti e nella “qualità” del servizio di “assistenza” pre- e post-vendita: GPM e fondi esteri, distribuiti da promotori, strutture private o comunque tramite canali specificamente dedicati al risparmio gestito fanno del livello di servizio un fattore distintivo.

I prodotti italiani, invece, come è noto, vengono collocati per lo più tramite il canale bancario e nell'ultimo la filiale bancaria può aver conosciuto maggiori difficoltà nel fornire un'efficacia e adeguata assistenza al cliente, stretta tra le esigenze di provvista di liquidità e la volatilità delle condizioni di mercato.

Certamente il ritorno ai livelli pre-crisi sembra ancora piuttosto lontano e la continua flessione dei volumi di AUM è anche la conseguenza dei rendimenti deludenti registrati dai mercati finanziari nel 2011.

Sul comparto insistono quindi debolezze congiunturali ed elementi negativi di natura prevalentemente strutturale legati all'industria.

Nell'anno appena concluso, il nostro Paese ha visto gli effetti di un'economia reale da tempo in sofferenza sommarsi a quelli di un'acuta instabilità politico-istituzionale. Tali aspetti hanno portato i mercati internazionali a porre pericolosamente in dubbio la solvibilità dello Stato, spingendo il costo di (re)finanziamento del debito pubblico a livelli che potrebbero risultare insostenibili nel lungo termine. Nello stesso periodo anche la tenuta della moneta unica europea, di fondamentale importanza per la stabilità macroeconomica, è stata a più riprese messa in discussione e certamente tali aspetti hanno pesantemente condizionato ogni tentativo di ripresa del comparto bancario-finanziario e, nello specifico, dell'industria del risparmio gestito.

CAPITOLO 7. RACCOLTA E IMPIEGHI DELLE BANCHE ESTERE IN ITALIA

7.1 L'andamento delle principali voci dei bilanci degli operatori esteri nel 2011*

In una fase di forti tensioni dei mercati finanziari, acuitesi nel 2011 per effetto della crisi del debito sovrano che ha colpito taluni Paesi dell'Unione Europea, tra cui l'Italia, le banche estere hanno continuato a fornire un importante supporto all'economia italiana, aumentando l'offerta di credito a famiglie e imprese.

È diminuita, invece, la quota dei titoli detenuti dalle banche estere in Italia, soprattutto per effetto del deflusso relativo ai titoli del debito pubblico, che continuano, tuttavia a rappresentare la principale componente del portafoglio delle banche estere.

In crescita è risultata l'operatività in derivati delle banche estere in Italia, pur a fronte di un netto calo di quella sui mercati *over the counter*.

Sul fronte della raccolta, le banche estere hanno finanziato l'accresciuta operatività mediante maggiori depositi e un maggior ricorso all'interbancario; anche le passività verso l'Eurosistema risultano in crescita rispetto al 2010, sebbene in misura inferiore rispetto al complesso delle banche italiane.

7.1.1 Attività: finanziamenti

Nel corso del 2011 è proseguita l'espansione delle banche estere in Italia. Sul fronte dell'attivo è, infatti, aumentata, seppur in lieve misura, la quota di mercato dei finanziamenti concessi dagli operatori esteri (dal 16,1% al 16,3%), per effetto del maggior tasso di crescita rispetto alla media nazionale (il 3% contro lo 0,7%). Ai diversi fattori, già richiamati nella precedente pubblicazione, che hanno favorito il crescente peso degli intermediari di matrice estera in Italia, nel 2011 se ne è aggiunto uno nuovo, connesso con la crisi del debito sovrano. In particolare, da stime

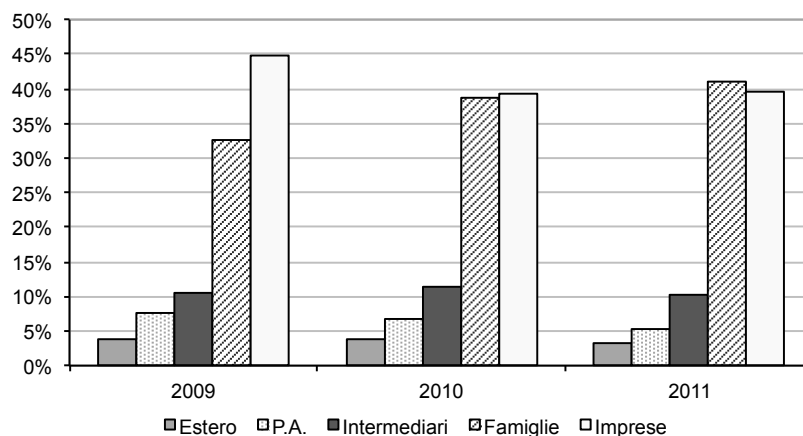
* Il paragrafo è stato curato da Emanuela Atripaldi e Lorenzo Esposito, Divisione Supervisione Banche, Sede di Milano della Banca d'Italia. Le opinioni espresse dagli Autori sono personali e non impegnano l'Istituto di appartenenza.

econometriche condotte dalla Banca d'Italia emergerebbe che la citata differenza tra i tassi di crescita del credito potrebbe essere, tra l'altro, riconducibile, alle minori difficoltà incontrate sul fronte della raccolta da parte degli operatori esteri, in quanto meno penalizzati dalle tensioni causate dalla crisi del debito pubblico .

In termini di composizione degli impieghi per settore istituzionale della controparte (cfr. fig. 1), nel 2011, per la prima volta la quota dei finanziamenti concessi alle famiglie ha superato quella relativa alle imprese (41,2% contro 39,7%) per effetto della maggiore crescita dei primi rispetto ai secondi (rispettivamente circa 10% e 4%); in sensibile contrazione i finanziamenti erogati verso il settore pubblico (-19,6%) e verso gli altri intermediari (-8%). Per effetto di tali dinamiche, nel 2011, è ulteriormente cresciuta la quota di mercato delle banche estere nei prestiti alle famiglie (dal 18,6% al 19,6%), mentre è rimasta sostanzialmente invariata quelle relative alle società non finanziarie (al 12,6%).

In controtendenza con quanto osservato nel 2010, l'espansione delle banche estere è stata trainata dalle filiali (con una crescita superiore al 7%), risultate particolarmente attive nel settore delle famiglie e delle imprese (rispettivamente, +15% e 8%); sostanzialmente invariato, invece, è risultato lo stock di finanziamenti concessi dalle filiazioni.

Fig. 1 – Composizione degli impieghi delle banche estere per settore istituzionale della controparte (2009/11, valori in %) – Fonte: Banca d'Italia, Matrice dei conti

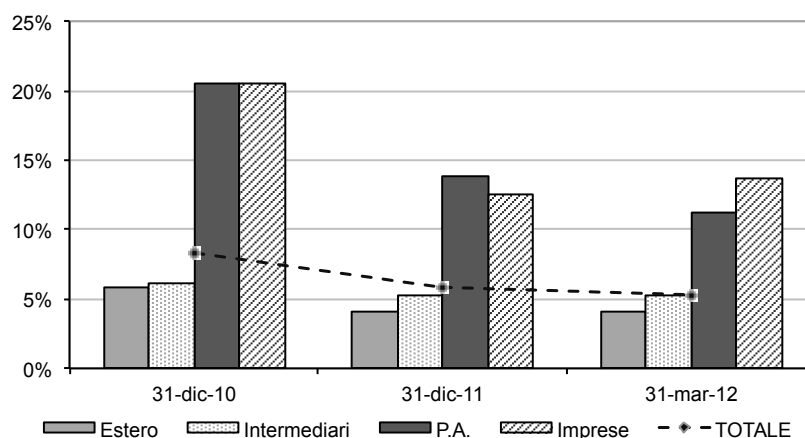


7.1.2 Attività: titoli

Con riferimento alle attività finanziarie¹, gli intermediari esteri detenevano, al 31 dicembre 2010, all'incirca l'8% dei titoli complessivamente posseduti dal sistema bancario nazionale. La quota più elevata risulta ascrivibile a passività emesse dal settore pubblico e da imprese (rispettivamente pari a circa il 21% e 22% del totale), mentre la restante parte è rappresentata da titoli emessi da intermediari e da soggetti non residenti (cfr. fig. 2).

Nel corso del 2011 e nel primo trimestre del 2012 si è, tuttavia, assistito a una graduale riduzione del controvalore dei titoli in portafoglio delle banche estere (-25%); a fronte di una crescita, seppur contenuta, del controvalore delle attività finanziarie detenute dal complesso del sistema bancario nazionale, il peso degli operatori esteri è sceso al 6% circa al 31 dicembre 2011, fino a portarsi al 5,5% alla fine del primo trimestre del 2012.

Fig. 2 – Quota di mercato dei titoli detenuti dalle banche estere (2010/12, valori in %) –
Fonte: Banca d'Italia, Matrice dei conti



¹ Al riguardo, si ha presente che i dati segnalati dalle filiali di banche estere in matrice dei conti potrebbero sottostimare l'effettiva operatività in titoli per la prassi in uso presso taluni intermediari di contabilizzare le attività finanziarie sul book della Casa Madre.

Tale negativo andamento risulta in gran parte riconducibile alle esposizioni assunte nei confronti della Pubblica Amministrazione, passate a circa il 14%, al 31 dicembre 2011, e a quelle verso imprese, scese al 12% circa; in ulteriore calo la quota di mercato al 31 marzo 2012 dei titoli emessi dalla Pubblica Amministrazione, all'11%. In riduzione, sebbene in misura meno marcata, è risultato anche il controvalore dei titoli emessi da intermediari finanziari, nonché da controparti estere.

Su tali dinamiche ha pesato in misura rilevante la crisi del debito sovrano iniziata nel mese di giugno del 2011: i titoli di Stato italiani, che rappresentano la quota preponderante (il 40% circa) del complessivo portafoglio degli operatori esteri, sono, infatti, scesi fortemente, nel corso del 2011 (-37%), per effetto delle ingenti perdite del valore di mercato dei titoli del debito pubblico nel corso dell'anno e del forte flusso in uscita per vendite e rimborsi, risultato superiore a quello in entrata (il saldo netto negativo del flusso di titoli nel 2011 è stato pari a 13,8 miliardi di euro).

Il deflusso risulta trainato dalle filiali, che dal 2009 fanno registrare una contrazione dei titoli di Stato pari al 56%, a fronte di una sostanziale stabilità di quelli detenuti dalle filiazioni. A seguito di tale contrazione si è sensibilmente ridotta la quota di titoli del debito pubblico italiano detenuta dalle banche estere presenti in Italia, passata dal 17,2% al 10,4% nell'ultimo anno, fino a portarsi all'8,5% nel primo trimestre del 2012, soprattutto per effetto della componente relativa alle filiali.

7.1.3 Attività: derivati finanziari

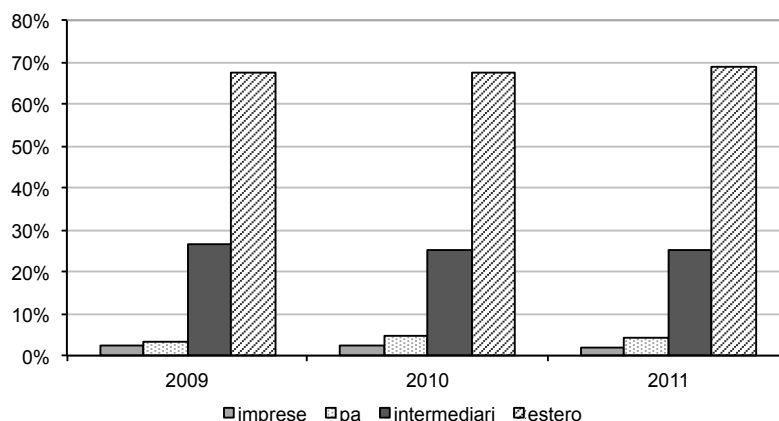
L'esposizione delle banche estere in derivati, al 31 dicembre 2010, ammontava a 43,7 miliardi di euro² - di cui 35,4 riconducibili alle filiali e 8,3 alle filiazioni -, pari a circa il 30% delle esposizioni in derivati delle banche residenti in Italia; i settori istituzionali in cui esse detengono quote di mercato più elevate sono quelli relativi alla pubblica amministrazione (con il 70% circa), all'estero (il 30%) e agli intermediari finanziari (il 20%); scarse le quote relative alle imprese e alle famiglie.

Tali quote riflettono solo in parte la composizione del portafoglio delle banche estere: la maggior parte delle posizioni è, infatti, assunta nei

² L'esposizione in derivati calcolata in base al *fair value* positivo dei derivati segnalati nell'attivo dello stato patrimoniale alla fine dell'esercizio.

confronti di soggetti esteri (circa il 70%, cfr. fig. 3) e di altri intermediari e (25%); minoritaria, risulta la quota relativa a pubblica amministrazione e imprese.

Fig. 3 – Composizione dei derivati per settore istituzionale della controparte (2009/11, valori in %) – Fonte: Banca d'Italia, Matrice dei conti



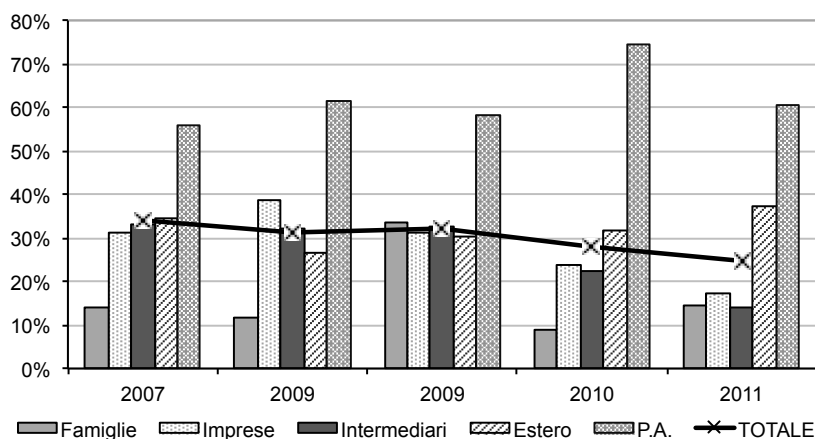
Relativamente alla tipologia delle attività, oltre il 90% è rappresentato da contratti diversi da opzioni; le opzioni ammontano a poco meno del 10%, trascurabile è la componente di derivati inserita all'interno di titoli strutturati. Quanto alle finalità, il 95% circa è connesso con l'attività di negoziazione, il 3% con quella di copertura.

Nel corso del 2011, vi è stata una significativa crescita del complesso dei derivati detenuti dalle banche estere, soprattutto per effetto del forte incremento della componente relativa alle filiali (+50%), mentre è risultata più contenuta l'espansione delle filiazioni (+25%). A trainare la crescita sono stati i settori nei confronti dei quali le banche estere risultano maggiormente attive (estero e intermediari, rispettivamente, +52% e +40%). Pur a fronte di tali dinamiche fortemente espansive, la quota di mercato delle banche estere non è aumentata in misura elevata (dal 27,2% al 28,8%) a seguito di un alto tasso di crescita registrato anche dal complesso del sistema bancario nazionale (+37%).

Relativamente all'operatività in derivati delle banche estere sui mercati OTC, i dati di Centrale dei Rischi³ evidenziano una graduale riduzione delle esposizioni assunte da questi, sia in termini relativi, rispetto al complesso del sistema bancario italiano, sia assoluti: in particolare, la quota di mercato è scesa dal 34% al 24% dal 2007 al 2011 (cfr. fig. 4). Tale calo risulta ascrivibile alla minore operatività con imprese e altri intermediari.

In particolare, nel corso dell'ultimo quinquennio, si è assistito a una ricomposizione delle quote di mercato dell'operatività in derivati OTC per settore istituzionale di controparte. La fig. 4 evidenzia, infatti, la riduzione della quota relativa a imprese e intermediari (rispettivamente dal 31% al 17,5, e dal 33% al 14%), a fronte di una crescita di quella relativa alla Pubblica Amministrazione, dal 56% al 60% (sebbene, relativamente a quest'ultima si sia osservata una sensibile riduzione rispetto a fine 2010).

Fig. 4 – Quota di mercato in derivati per settore istituzionale della controparte (2007/11, valori in %) – Fonte: Banca d'Italia, Matrice dei conti



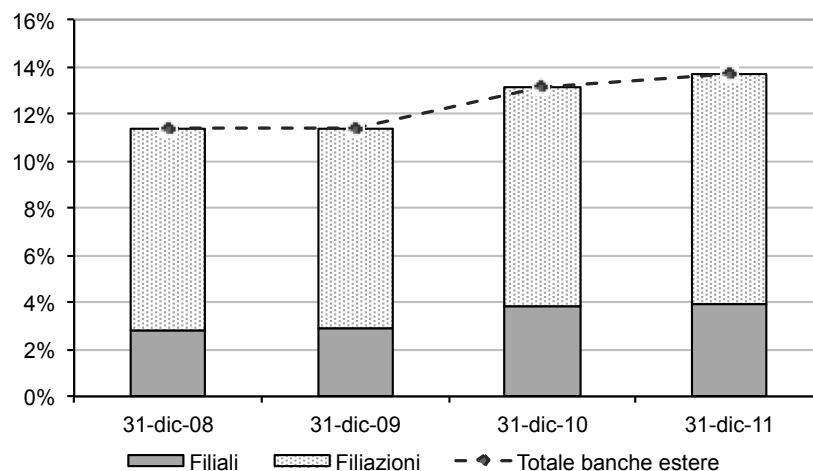
³ Gli intermediari sono tenuti a segnalare a Centrale dei Rischi, nella categoria "Derivati finanziari", il valore intrinseco, se positivo, dei contratti negoziati OTC; tale valore è rappresentato dal differenziale positivo dell'operazione ovvero dal credito vantato all'intermediario nei confronti della controparte, alla data di riferimento della segnalazione, al netto degli eventuali accordi di compensazione contrattuali stipulati tra le parti.

In termini di tipologia di attività, la maggior parte dei derivati OTC risulta rappresentata da *swaps* e contratti diversi da opzioni (rispettivamente pari al 54% e al 45% del totale); la restante parte è suddivisa in misura paritetica tra opzioni e contratti *forward*.

7.1.4 Passività: depositi

Dal lato del passivo, a partire dallo scoppio della crisi dei mercati finanziari, si osserva una dinamica espansiva delle banche estere nella raccolta al dettaglio, con particolare riferimento ai depositi verso clientela, per effetto del maggiore tasso di crescita rispetto alla media nazionale. Solo nell'ultimo anno, la quota di mercato dei depositi delle banche estere è passata dall'11,4% di fine 2008 al 13,7% al 31 dicembre 2011 (cfr. fig. 5): la quota maggiore è riconducibile alle filiazioni, che tengono circa il 10% dei depositi nazionali, a fronte del 3,8% delle filiali.

Fig. 5 – Quota di mercato in derivati per settore istituzionale della controparte (2008/11, valori in %) – Fonte: Banca d'Italia, Matrice dei conti



L'analisi per settore istituzionale della controparte evidenzia una ricomposizione dei depositi nel corso del 2010: la quota relativa alle famiglie si è ridotta consistentemente nel corso del 2010, (dal 58% al 50%) a vantaggio di quella relativa agli intermediari (da poco più del 10% al 27%). In riduzione è risultata la componente estera, mentre sostanzial-

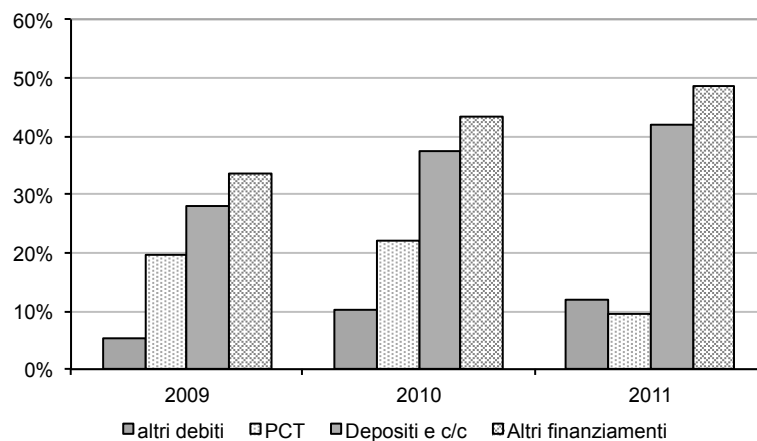
mente invariata quella relativa alla pubblica amministrazione. Nel corso del 2011, al contrario, non si sono verificati cambiamenti di rilievo.

7.1.5 Passività: debiti verso banche

La crescita dei prestiti concessi dalle banche estere in Italia è stata finanziata, oltre che, come appena visto, attraverso maggiori depositi, anche mediante un più elevato ricorso al finanziamento all'interbancario (+5,3% i debiti verso banche complessivamente contratti), attraverso depositi e linee di credito (+5,6%), che rappresentano circa i due terzi del complesso dei debiti verso banche, nonché altre tipologie di finanziamento (+41%); pari al 15% dei debiti da banche, in diminuzione, invece, sono risultati i PCT e gli altri debiti.

Tale andamento appare in controtendenza rispetto al sistema bancario nazionale nel suo complesso: infatti, il minor ricorso delle banche italiane sull'interbancario, già registrato nel 2010, si è acuito nel 2011 per effetto della crisi del debito sovrano: i finanziamenti da altre banche si sono contratti complessivamente del 20%, a causa della riduzione dei depositi e conti correnti (-5,4%), nonostante la crescita di PCT e delle altre forme di finanziamento.

Fig. 6 – Composizione dei debiti verso banche per forma tecnica (2009/11, valori in %) – Fonte: Banca d'Italia, Matrice dei conti



A seguito di tale dinamiche, da fine 2009, è aumentata la quota dei debiti verso banche riferibile ad operatori esteri (dal 28% al 38%, cfr. fig. 6). Tra le diverse forme tecniche, spiccano i depositi e i conti correnti (dal 28% al 42%) e gli altri finanziamenti (dal 34% al 48% circa).

Pur a fronte del maggiore ricorso delle banche estere al finanziamento presso la BCE (+90% la crescita complessiva; +110% quella delle filiazioni), si è ridotto il peso di tali intermediari, relativamente al complesso del sistema bancario italiano, (dal 23% al 31 dicembre 2009 al 10% di fine 2011), per effetto dell'impennata registrata dalle banche italiane (il 225% nel 2011).

7.2 L'esposizione creditizia verso il nostro Paese: le evidenze di un campione di banche estere attive in Italia

Le tensioni sul debito pubblico dell'area dell'euro, che hanno colpito direttamente anche il nostro Paese, hanno trovato quantificazione e ricadute operative dirette nei bilanci consolidati dei principali gruppi bancari/finanziari internazionali la cui presenza in Italia è più rilevante e stabile.

Nel presente paragrafo abbiamo cercato di misurare questo impatto e di sintetizzare le principali variazioni intervenute all'interno dei bilanci consolidati relativi all'esercizio 2011 di un piccolo campione di gruppi bancari esteri attivi in Italia. La verifica empirica è stata condotta su un numero limitato di intermediari (BNP Paribas, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank e Société Générale), ma si può comunque ritenere significativa, vista la penetrazione di mercato che tali intermediari hanno raggiunto all'interno del nostro sistema bancario e finanziario, operando con differenti soluzioni organizzative in più comparti dell'intermediazione, dal *retail* al *commercial banking* al *corporate & investment banking*.

L'analisi condotta sui conti consolidati e sui documenti collegati è stata intesa a quantificare l'esposizione di tali gruppi verso il nostro Paese e le principali variazioni intervenute durante il 2011, anno caratterizzato dal perdurare di significative tensioni sul debito sovrano per alcuni Paesi dell'area dell'euro.

Nonostante la difficoltà a reperire lo stesso grado di dettaglio e di completezza informativa nei diversi prospetti di bilancio, alcuni tratti comuni possono essere segnalati.

Anzitutto – ed è certamente un dato che non sorprende – l’esposizione complessiva di tali gruppi verso il nostro Paese nel corso del 2011 si è ridotta. Quello che forse potrebbe sorprendere è l’intensità di tale riduzione.

Infatti, con riferimento al debito sovrano dei Paesi PIIGS (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna), Deutsche Bank ha ridotto la propria esposizione netta da 12,1 mld. di euro di fine 2010 a poco meno di 3,7 a fine 2011, con un calo del 70%. La variazione è ancora più significativa se rapportata solo all’Italia: l’esposizione netta è passata da 8 a 1,7 miliardi di euro, con un calo del 78%. E’ poi interessante notare come tale esposizione sia solo una frazione dell’esposizione complessiva del gruppo verso il nostro Paese: al debito sovrano, occorre infatti aggiungere i *claims* nei confronti delle istituzioni finanziarie, le imprese e la clientela *retail* (17,6 miliardi a fine 2010), per un’esposizione complessiva di 19,3 miliardi di euro.

Il disinvestimento nei titoli di Stato italiani ha riguardato anche BNP Paribas (2,8 miliardi di titoli del debito sovrano italiano – che fino ad allora erano stati classificati nella voce “Attività finanziarie detenute sino a scadenza” – sono stati venduti del 2011), a seguito del deterioramento della situazione economica del nostro Paese, dei progressivi declassamenti da parte delle agenzie di rating e, quindi, dalla caduta del valore di mercato di tali titoli.

L’esposizione netta di Credit Suisse a fine 2011 era pari a circa 500 mln. di euro sul debito sovrano, cui si aggiungono i *claims* verso istituzioni finanziarie (300 milioni) e *corporate* (800 milioni), per un’esposizione netta complessiva di 1,6 miliardi di euro.

Sempre con riferimento al solo rischio sovrano, Crédit Agricole rileva un’esposizione netta per 3,65 miliardi di euro; Société Générale invece ha ridotto la propria esposizione da 2,4 a 2,2 miliardi di euro tra fine 2010 e fine 2011.

I dati, pur se parziali, segnalano una costante attenzione degli intermediari esteri all’evoluzione delle condizioni del nostro mercato, che continua a mantenere una posizione di preminenza nelle scelte strategiche di tali intermediari che certamente non hanno manifestato “propositi” di fuga dal nostro Paese. Ne sono esempi sia il mantenimento di una quota importante dell’Italia nel portafoglio crediti di tali gruppi, sia il fatto che nei primi mesi del 2012 gli investitori esteri sono tornati a riacquistare titoli del debito pubblico italiano.

7.3 Raccolta e impieghi sul mercato domestico: alcune elaborazioni su un campione di banche estere retail

L'analisi dell'attività di raccolta e impieghi al dettaglio da parte delle banche estere sconta la mancanza di un *database* pubblicamente disponibile, cui attingere informazioni e dati necessari per apprezzare la quota detenuta dai soggetti esteri in tali comparti dell'intermediazione.

Sebbene il numero di operatori sia rimasto nel complesso piuttosto contenuto, le modalità di offerta di prodotti/servizi finanziari alla clientela *retail* si sono progressivamente modificate ed evolute.

Secondo le rilevazioni dell'Annuario AIBE del 2011, 13 banche associate dichiarano di operare nel retail *banking*, avvalendosi di presidi operativi di contatto con la clientela piuttosto differenti. Da un lato vi sono banche estere che hanno acquisito banche italiane e la relativa rete di sportelli (filiazioni), ovvero a seguito di dismissione degli stessi da parte di banche italiane al termine di operazioni di concentrazione; dall'altro vi sono intermediari che hanno aperto proprie filiali, negozi finanziari o agenzie specializzate nel collocamento di specifici prodotti finanziari.

Di seguito si riepilogano alcuni dati salienti relativi alle principali banche estere attive nel comparto *retail* in Italia (tab. 1).

Attivo e crediti verso la clientela sono cresciuti rispetto ai valori di fine 2010, sebbene il confronto non sia sempre omogeneo visto che in alcuni casi le filiazioni estere hanno acquisito nuovi sportelli da banche italiane, con la relativa dotazione di clienti e posizioni patrimoniali. Inoltre, va osservato che lo stock di mutui ipotecari indicato in tabella non sempre è relativo solo all'esposizione verso clientela *retail*.

Lo stock di attivo a fine 2011 era pari a oltre 182 miliardi di euro, di cui circa 3/4 costituiti di crediti verso la clientela. Il portafoglio crediti si compone per oltre il 60% di mutui ipotecari.

Tab. 1 – Alcuni dati sulle principali banche estere attive in Italia nel comparto retail – Fonte: bilanci d'esercizio e consolidati al 31/12/2011, relazioni, comunicati stampa e altro materiale disponibile sui siti web degli intermediari

Filiale/Filiazion e di banca estera	Principali dati di bilancio e di struttura							
	Principali attività svolte in Italia (comparto retail)	Modalità di presenza in Italia	Totale attivo	Crediti verso clientela	Raccolta da clientela	Numero di clienti	Dipendenti	Reti e canali distributivi
Barclays	c/c, carte, mutui e prestiti personali, investimenti, prodotti assicurativi	filiali, negozi finanziari	nd.	21,9 mld., di cui 19 mld. per mutui retail	nd.	>800.000	circa 1.500, con 800 professionisti (prom. finanziari, agenti in attività finanziaria, consulenti credito immobiliare)	oltre 190 filiali, oltre 180 negozi finanziari (mutui, credito al consumo), rete di professionisti, 1 flagship Premier (Milano)
BNP Paribas (BNL SpA) (*)	banca commerciale	filiali	88,9 mld.	74,8 mld., di cui 42 mld. per mutui	45,3 mld. (racc. diretta); 34 mld. in c/c e depositi liberi	circa 3 mln. di clienti privati (Gruppo BNL)	14.022 (a fine 2011) presso la Capogruppo BNL SpA	circa 950
Deutsche Bank (*)	raccolta diretta, carte, credito, finanziamenti immobiliari, asset management	filiali e promotori finanziari, agenzie specializzate nel credito retail	25,7 mld.	18,5 mld., di cui 6,9 mld. per mutui retail	12,9 mld. (raccolta diretta da clientela)	nd.	3.197 (a fine 2011)	323 sportelli, 1.450 promotori finanziari, 100 agenzie Prestitempo (credito al consumo) e 140 uffici Finanza & Futuro (prom. finanziari)
Gruppo Cariparma-Friuladna Credit Agricole (*)	banca commerciale, bancassicurazioni (prodotti vita), leasing	filiali	44,5 mld. (attività nette)	34,8 mld., di cui 20,7 mld. per mutui	35,6 mld. (raccolta diretta); 22,4 in c/c e depositi liberi	1,8 mln. di clienti	8.954 (a fine 2011)	902 (a fine 2011)
ING Direct N.V.	raccolta, mutui residenziali, trading on line	banca virtuale, agenti sul territorio, filiali	23 mld.	7 mld. per mutui ipotecari retail	nd.	circa 1,274 mln. di clienti	700	10 filiali (obiettivo 25 a fine 2012), on line, "Punti Arancio"

Nota: (*) bilancio d'esercizio 2011; (**) bilancio consolidato anno 2011.

La modalità di presenza sono piuttosto diversificate: non solo filiali fisiche, reti di promotori e agenti e “negozi” specializzati, all’interno dei quali vengono erogati anche servizi ad elevato contenuto consulenziale, ma anche piattaforme on line sempre più complete e capaci di incontrare le esigenze della clientela, orientata a preferire transazioni molto rapide, a basso (o nullo) costo e sempre più integrate, con nuovi applicativi e tecnologie.

Le recenti scelte di posizionamento di alcuni di questi operatori lo confermano: la crescente “convergenza” tra strutture fisiche e canali on line farà sì che le prime saranno sempre più snelle ed automatizzate, efficienti e *low-cost*, ma i clienti potranno essere “rassicurati” dalla costante possibilità di contatto “personalizzato” con un operatore per ogni necessità o supporto consulenziale richiesto.

Da un punto di vista dell’offerta – pur senza alcuna pretesa di esautività – segnaliamo come le principali filiali e filiazioni di banche estere operanti nel *retail* abbiano evidenziato la crescente preferenza della clientela italiana per prodotti a tutela della liquidità e dei risparmi, con il favore incontrato da prodotti di risparmio ad alta remunerazione, estremamente liquidabili, con tagli contenuti e a costo zero.

Sempre più diffuse sono poi soluzioni di accesso al sistema dei pagamenti, anche indipendenti dalla titolarità di un conto corrente, ma con le medesime funzionalità e, di conseguenza, una riduzione dei costi di gestione.

Da un punto di vista dell’offerta di strumenti di finanziamento, il contenimento dei tassi di mercato ha favorito l’espansione dei crediti concessi alla clientela in tutti i comparti di tale operatività.

L’offerta di finanziamenti – in particolare nel comparto dei mutui ipotecari residenziali – si caratterizza da tempo anche per un elevato contenuto innovativo, orientato soprattutto ad offrire al cliente soluzioni flessibili e convenienti.

Banca d’Italia ha rilevato come nel 2011 le filiali e le filiazioni di banche estere abbiano conquistato quasi un terzo del mercato dei mutui (28%), in aumento di 8 punti percentuali, in controtendenza rispetto a quanto si è osservato per i principali gruppi bancari italiani che – come riporta Banca d’Italia – hanno risentito “in misura maggiore delle difficoltà di raccolta sui mercati all’ingrosso determinate dalla crisi del debito sovrano”¹.

¹ Banca d’Italia, “*Relazione Annuale sul 2011*”, Roma, 31 maggio, pag. 169.

Tali incertezze e l'incremento del costo della raccolta per le banche italiane sono state un'opportunità per gli intermediari esteri, i quali hanno – mediamente – dovuto far fronte a minori vincoli sulla liquidità e a minori costi di raccolta. Si è quindi confermata, anche in un periodo molto difficile, la loro funzione assolutamente “centrale” nel completamento dell'offerta di prodotti/servizi alla clientela e a favorire la “bancabilità” di alcune fasce di clientela che, al contrario, avrebbero subito un maggior *credit crunch*, ovvero un incremento del *pricing* dei servizi di finanziamento.

A completamento di tale analisi, è opportuno segnalare - riportando ancora dati Banca d'Italia – come il tasso di crescita tra dicembre 2010 e 2011 dei finanziamenti erogati dai primi cinque gruppi bancari italiani è stato negativo (-1%), senza differenze sostanziali tra imprese e famiglie. Il credito concesso dalle banche italiane ha rallentato ma mantenuto una crescita positiva (intorno al +2%), mentre nello stesso periodo i prestiti delle FBE sono cresciuti del 7,9%.

7.4 Il credito specializzato

A fine 2011 il mercato italiano del credito specializzato valeva circa 428 miliardi di euro, in termini di stock di crediti in essere. Tale stima proviene dall'analisi congiunta dei comparti del credito al consumo, del leasing e del factoring, a cura delle tre Associazioni di categoria (Assofin, Assilea e Assifact). Nell'ultimo anno, pur a fronte di una crescita dei crediti dell'1,5%, anche tale comparto ha dovuto fronteggiare la crescita del costo del *funding* e il rallentamento della domanda di credito.

7.4.1 Il credito al consumo

Secondo le rilevazioni dell'Associazione Italiana del credito al consumo e immobiliare (Assofin), a fine 2011, il settore del credito al consumo valeva circa 51,7 miliardi di euro.

Pur avendo a disposizione una serie storica di dati comparabili relativamente breve (2008/11, cfr. tab. 2) è possibile evidenziare come i flussi siano in calo dal 2008 (-9 miliardi). In tale comparto di attività, gli operatori esteri hanno stabilizzato la propria quota di mercato attorno al 52%.

Nel 2008 i soggetti esteri censiti da Assofin erano 19, di cui 5 banche, e detenevano circa il 51% del mercato. Alle 5 banche estere era riconducibile circa il 7% del totale campione e il 14% dei flussi riconducibili ai soggetti esteri. Nel 2011 gli operatori associati erano 20, di cui 6 banche estere.

A partire dal 2008 i volumi finanziati dalle associate estere risultano costantemente superiori rispetto agli intermediari italiani. La quota di mercato degli intermediari esteri si è attestata, come appena detto, attorno al 52%, con una presenza costante anche in termini di numerosità di intermediari esteri associati ad Assofin. Nell'ultimo anno, tuttavia, il calo dei flussi riconducibili agli operatori esteri è stato del 4%, mentre i crediti erogati dalle sole banche estere sono andati in controtendenza (+12%). Ne consegue che, a fine 2011, le banche estere esprimevano circa il 17% dei crediti riconducibili agli operatori esteri.

Tab. 2 – Numerosità degli operatori e flussi finanziari cumulati nel mercato del credito al consumo per origine dell'intermediario (2008/11, valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assofin

	2008		2009		2010		2011	
	Numero di operatori e flussi	%	Numero di operatori e flussi	%	Numero di operatori e flussi	%	Numero di operatori e flussi	%
Numero enti eroganti ^(*)								
di cui: italiani	17	47,2	19	48,7	20	48,8	19	48,7
di cui esteri	19	52,8	20	51,3	21	51,2	20	51,3
di cui: banche estere	5	13,9	6	15,4	6	14,6	6	15,4
Totale	36	100	39	100	41	100	39	100
Flussi cumulati								
di cui: da intermed. italiani	29,69	48,9	27,05	48,8	24,63	47,0	25,09	48,5
di cui: da intermed. esteri	30,97	51,1	28,34	51,2	27,76	53,0	26,65	51,5
di cui: da banche estere	4,35	7,2	4,52	8,2	3,96	7,6	4,45	8,6
Totale	60,66	100	55,39	100	52,40	100	51,74	100

Nota: ^(*)Enti eroganti italiani = società a prevalenza di azionariato italiano; enti eroganti esteri = società a prevalenza di azionariato straniero. Nel caso di compagnie azionaria mista, i flussi sono stati attribuiti pro quota secondo le quote dell'azionariato.

Le difficoltà legate alla crisi economico finanziaria hanno determinato, anche nel 2011, una contrazione dei consumi delle famiglie italiane. Così come già rilevato nel 2010, il quadro per tipologia di prodotto non è omogeneo: a fronte di una contrazione degli acquisti a rate (prestiti finalizzati) e delle cessioni del quinto, si incrementano i prestiti personali.

La contrazione del comparto sembra proseguire anche nel 2012: le più recenti rilevazioni di Assofin segnalano un calo dei prestiti dell'11% nel primo quadrimestre del 2012, rispetto allo stesso periodo dell'anno

precedente. Inoltre, come rilevato da Banca d'Italia, è aumentata l'incidenza delle sofferenze sugli impieghi (8,7% a fine 2011).

Anche nel 2012, unitamente all'evoluzione del quadro economico e finanziario nazionale e internazionale, le prospettive del mercato saranno condizionate al costo del *funding*, cruciale per la determinazione dei volumi finanziati, ma anche alle esigenze di rafforzamento patrimoniale.

Al di là delle quantità movimentate sul mercato, ci si potrà attendere una modifica delle condizioni operative, in un quadro più complesso, che comporterà la necessità di sviluppare un nuovo modello di servizio alle famiglie, che valorizzi la fidelizzazione, la semplicità e la bassa burocratizzazione dei rapporti con la clientela, il mantenimento della relazione nel tempo e, in un contesto di margini ristretti, la ricerca di efficienza nelle strutture di produzione e distribuzione, puntando sull'innovazione di prodotti e servizi.

7.4.2 Il leasing

L'aggiornamento dell'analisi del mercato del leasing e del posizionamento degli intermediari esteri è stato condotto sulla base dei dati diffusi da Assilea e rilevati alle consistenze e alle quote di mercato per operatore a fine 2010². Non è stato possibile disporre di dati disaggregati per intermediario sull'esercizio 2011 e quindi le informazioni più recenti riguardano solo i dati pubblicati da Assilea nel comunicato stampa "*Lo stipulato leasing si attesta a 24,6 miliardi di Euro in Italia nel 2011*", del 22 marzo 2012.

Dall'analisi condotta emerge che il numero di soggetti esteri censiti da Assilea (ovvero coloro che hanno autorizzato la pubblicazione dei dati) è diminuito di 2 unità – da 33 a 31 – tra il 2009 e il 2010. Identico calo ha riguardato il numero di soggetti facenti capo a banche o gruppi bancari esteri (21 intermediari a fine 2010).

La quota detenuta dagli intermediari esteri, in costante crescita dal 2003 al 2009, è risultata in lieve diminuzione a fine 2010 (tab. 3) e pari al 25,2%. La quota riconducibile alle sole banche estere è rimasta in li-

² Assilea, "*Rapporto sul leasing 2010*". Si segnala che alcuni intermediari aderenti ad Assilea non forniscono informazioni quantitative di dettaglio sulla propria operatività. Il peso di tali soggetti, peraltro, è trascurabile: nel 2010 tali intermediari pesano, in media, per l'1,7% in termini di volume e lo 0,8% in valore.

nea con tale trend. A fine 2010, le banche rappresentavano circa l'82% della quota di mercato relativa ai soggetti esteri, ovvero il 20,7% del totale del mercato.

Alla stessa data il controvalore detenuto da soggetti esteri era pari a 5,6 miliardi di euro, di cui 1,2 miliardi riconducibile ad operatori specializzati, in leggera crescita rispetto al 2009.

Tab. 3 – Distribuzione del controvalore dello stipulato dei contratti di leasing sul mercato italiano e per origine degli intermediari (2005/10, valori in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assilea

	2005		2006		2007	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Intermediari italiani	36,57	83,1	38,25	79,7	38,10	78,2
Intermediari esteri	7,45	16,9	9,74	20,3	10,59	21,8
di cui: banche	4,83	11,0	7,17	14,9	7,99	16,4
Totale	44,02	100	48,00	100	48,69	100

	2008		2009		2010	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Intermediari italiani	28,13	72,8	18,97	73,2	20,30	74,8
Intermediari esteri	10,53	27,2	6,93	26,8	6,85	25,2
di cui: banche	8,17	21,1	5,76	22,2	5,62	20,7
Totale	38,65	100	25,90	100	27,15	100

Gli operatori esteri presenti nella *top 10* della classifica per stipulato delle associate Assilea 2010 sono 3 e detengono una quota di mercato pari al 12% per numero di transazioni e al 16,5% per controvalore. Tali quote salgono – per 6 operatori – al 16% e al 22,7% rispettivamente, analizzando i primi 20 intermediari nella classifica. Le prime sei banche estere detengono, inoltre, il 55,7% del controvalore totale stipulato dai soggetti esteri.

I dati aggregati sul 2011 segnalano come a fine anno il mercato del leasing aveva segnato una contrazione di circa 10 punti percentuali del valore dello stipulato, a quota 24,6 miliardi di euro. Hanno pesato, in particolare, il calo degli investimenti delle imprese, terminati gli incentivi fiscali che erano stati riconosciuti nell'anno precedente con la Tremonti-ter. Ne è conseguita anche una ricomposizione dei volumi per comparto, con il sorpasso del leasing strumentale su quello immobiliare.

Tra i comparti in maggiore crescita si conferma il leasing per energie rinnovabili (+10% nel 2010 e uno stipulato di circa 4 miliardi di euro, ovvero il 17% dell'intero mercato). In tale segmento è molto viva

l'attenzione degli operatori esteri, in un ambito di operatività che presenta margini di crescita per il futuro e importanti occasioni di diversificazione dell'attività di *lending*, non solo nella forma del credito tramite attività di leasing.

7.4.3 Il factoring

L'aggiornamento dei dati relativi al mercato italiano del factoring è stato possibile grazie all'analisi degli annuari messi a disposizione da Assifact (Associazione italiana per il factoring), l'associazione di categoria delle società di factoring che esprime la quasi totalità degli operatori attivi in Italia. I dati, aggiornati al 31 dicembre 2011, sono relativi alle consistenze di crediti in essere alla fine dell'anno e ai flussi di turnover annui.

Nell'ultimo triennio il numero di società associate Assifact è rimasto sostanzialmente stabile, così come il numero degli operatori esteri censiti (8 su 36 a fine 2011).

Tab. 4 – Presenza degli operatori esteri e distribuzione del turnover sul mercato italiano del factoring per origine degli intermediari (2006/11, valori in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assilea

	2006	2007	2008
N° associate	35	35	35
di cui: italiane	30	27	27
di cui: estere	5	8	8
Turnover complessivo	111,94	108,78	121,64
di cui: intermed. esteri	7,62	24,81	30,05
quota % intermed. esteri	6,8	22,8	24,7
	2009	2010	2011
N° associate	34	35	36
di cui: italiane	25	27	28
di cui: estere	9	8	8
Turnover complessivo	117,16	136,76	168,86
di cui: intermed. esteri	29,29	31,40	36,40
quota % intermed. esteri	25,0	23,0	21,6

Nota: i dati si riferiscono al flusso di turnover per l'intero anno.

Il turnover per l'esercizio 2011 si è attestato a circa 169 miliardi di euro, in crescita del 23,5% rispetto all'esercizio precedente. La quota dei soggetti esteri è pari a 36,4 miliardi di euro (22%). Con il calo di poco

meno di 2 punti percentuali osservato nel 2011, la quota dei soggetti esteri è ritornata al di sotto del livello del 2007, anno in cui si sono completati alcuni processi di concentrazione che hanno portato intermediari esteri ad acquisire operatori italiani.

Per quanto attiene all'operatività per singolo operatore, il mercato è piuttosto concentrato: la *market share* dei primi tre intermediari sul turnover complessivo di mercato è pari al 60%. Al secondo posto di questo *ranking* è presente il primo operatore estero, con una quota individuale del 15,6% del mercato. Tale intermediario detiene circa un quarto della quota riconducibile alle società di factoring estere.

Oltre al dato del flusso di *turnover*, è interessante esaminare anche il trend nel tempo dello stock di crediti in essere.

Negli ultimi due anni (2010 e 2011), lo stock dei crediti in essere risulta notevolmente aumentato rispetto all'esercizio 2009. In particolare, si è passati dai 32,5 miliardi di euro a fine 2009 a 50,8 miliardi di euro nel 2010 (+56%) e a 57,2 miliardi di euro a fine 2011 (+12% rispetto ai 12 mesi precedenti).

Tab. 5 – *Andamento dei crediti in essere sul mercato italiano del factoring per origine degli intermediari (2006/11, consistenze di fine anno, valori in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assilea*

	2006	2007	2008
N° di rispondenti	33	31	34
di cui: intermed. esteri	5	6	8
Stock di crediti in essere	40,93	39,70	85,52
di cui: intermed. esteri	2,63	7,07	7,75
<i>quota % intermed. esteri</i>	<i>6,4</i>	<i>17,8</i>	<i>9,1</i>

	2009	2010	2011
N° di rispondenti	33	32	35
di cui: intermed. esteri	9	8	9
Stock di crediti in essere	32,54	50,81	57,24
di cui: intermed. esteri	7,12	13,47	15,48
<i>quota % intermed. esteri</i>	<i>21,9</i>	<i>26,5</i>	<i>27,0</i>

Nonostante lo stock di crediti risulti ampiamente detenuto dalle società italiane (73% a fine 2011), la quota dei soggetti esteri è cresciuta significativamente nell'ultimo triennio. A fine 2011 il portafoglio crediti riconducibile a intermediari esteri ammonta a circa 15,5 miliardi di euro.

Le previsioni delle associate per l'anno 2012, formulate sulla base di un'indagine campionaria condotta da Assifact, evidenziano una crescita attesa nell'ordine del 5% sia per il *turnover*, sia per l'*outstanding*, segna-

le di una sostanziale fiducia degli operatori circa un'evoluzione favorevole del mercato per l'anno in corso.

Il fenomeno dei ritardi di pagamento e i problemi di liquidità delle imprese hanno certamente contribuito allo sviluppo e alla crescita del mercato italiano del factoring. Cruciale è stato – secondo Assifact – il contributo degli operatori del comparto a sostenere la liquidità delle imprese e a fare fronte agli squilibri dovuti ai ritardi di pagamento, anche e soprattutto quelli legati alle transazioni con enti della Pubblica Amministrazione.

Al contrario, un possibile “freno” ad un ulteriore consolidamento e sviluppo del comparto potrà venire dall'adozione delle norme a protezione del rischio di liquidità anche per gli intermediari finanziari non bancari, nel più ampio quadro di Basilea III. I maggiori costi di *compliance* prevedibili in termini di implementazione di presidi di controllo finalizzati a predisporre un adeguato sistema di governo e gestione di tale rischio potrebbero infatti impattare negativamente sugli operatori. L'indagine svolta da Assifact presso i propri associati ha però evidenziato che presso numerosi soggetti già esistono presidi di controllo e di monitoraggio del rischio, quali *contingency funding plan* e *stress test analysis*, e che la normativa di ispirazione bancaria necessita ancora di calibrature probabilmente significative per cogliere le specificità dell'attività delle società di factoring.

BIBLIOGRAFIA

- ABI, “*Annuario delle Banche e Società Finanziarie*”, anni vari
- AIBE, “*Venticinque anni di banche e operatori esteri in Italia. Il contributo al sistema economico e finanziario del Paese*”, FrancoAngeli, Milano, 2010
- AIBE, “*Annuario delle Banche estere in Italia*”, 2011
- AIFI, “*Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2011*”, Survey AIFI-PricewaterhouseCoopers, 2012
- Assilea, “*Rapporto sul leasing 2010*”, 2011
- Assilea, “*Lo stipulato leasing si attesta a 24,6 miliardi di Euro in Italia nel 2011*”, comunicato stampa del 22 marzo 2012
- Assogestioni, “*Mappa del risparmio gestito – IV trimestre 2011*”, febbraio 2012
- Assosim, “*Relazione Annuale del Presidente all’Assemblea degli Associati – Esercizio 2010*”, Milano, 5 maggio 2011
- Assosim, “*Rapporto periodico anno 2011 sui dati di negoziazione degli associati Assosim*”, 2012
- Banca d’Italia, “*Relazione Annuale*” e “*Appendice*”, Roma, 31 maggio, anni vari
- Banca d’Italia, “*Il turnover dei mercati dei cambi e derivati in Italia*”, comunicato stampa, 1° settembre 2010
- Banca d’Italia, “*Turnover dei mercati dei cambi e dei prodotti derivati in Italia – aprile 2010*”, indagini su cambi e derivati OTC coordinate dalla BRI, Statistiche monetarie, creditizie e finanziarie, 1° settembre 2010
- Banca d’Italia, “*Rapporto sulla stabilità finanziaria*”, n° 2, Roma, novembre 2011
- Banca d’Italia, “*Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine giugno 2011*”, comunicato stampa, 6 dicembre 2011
- Banca d’Italia, “*Rapporto sulla stabilità finanziaria*”, n° 3, Roma, aprile 2012
- Banca dei Regolamenti Internazionali, “*Statistical Annex*”, in *BIS Quarterly Review*, anni vari
- Banca dei Regolamenti Internazionali, “*Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRP*”, in *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2012
- Borroni M., “*L’internazionalizzazione in entrata nel sistema bancario italiano*”, in Oriani M. (a cura di), *Banche italiane e internazionalizzazione – Strategie e casi di successo*, Bancaria Editrice, Roma, 2006

- Cavestri L., “*Investimenti esteri. Tandem Confindustria-Ministero dello Sviluppo per tradurre in azioni le proposte delle imprese*”, Il Sole 24 Ore, 13 aprile 2012, pag. 44
- Confindustria, “*Più mondo in Italia. Attrarre investimenti estere per crescere*”, Milano, 12 aprile 2012
- Confindustria Lombardia, “*L’internazionalizzazione delle imprese lombarde*”, marzo 2011 e 2012
- Consob, “*Relazione Annuale*”, anni vari
- Fender I. e Mitchell J., “*Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating*”, Rassegna trimestrale BRI, Banca dei Regolamenti Internazionali, giugno 2005.
- Fitch Ratings, “*Non-Resident Investors Pulling Out of Spain, Italy*”, 23 maggio 2012, disponibile sul sito www.fitchratings.com
- Fondo Monetario Internazionale, “*Fiscal monitor. Balancing Fiscal Policy Risks*”, aprile 2012
- Fondo Monetario Internazionale, “*Global Financial Stability Report*”, aprile 2012
- Gadencz B., “*Il mercato dei prestiti sindacati: struttura, sviluppo e implicazioni*”, Rassegna trimestrale BRI, Banca dei Regolamenti Internazionali, dicembre 2004
- Giudici G., Sottocornola R., “*Imprese e banche si preparano ad affrontare la direttiva EMIR sui titoli derivati*”, Borsa Italiana, IDEM Magazine, febbraio 2012
- IR Top, “*FTSE Mib: analisi degli investitori istituzionali*”, comunicato stampa, Milano, 19 maggio 2011
- IR Top, “*Gli Investitori Istituzionali nel Segmento STAR di Borsa Italiana*”, comunicato stampa, Milano, 27 marzo 2012
- Istat, “*Struttura e attività delle imprese a controllo estero*”, Statistiche in breve, anni vari
- KPMG Corporate Finance, “*Rapporto Mergers & Acquisitions. Anno 2011*”, marzo 2012
- Visco V., “*Considerazioni finali*”, Banca d’Italia, Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, Roma, 31 maggio 2012
- World Bank, “*Doing business in a more transparent world*”, Washington D.C., USA, 2012
- World Economic Forum, “*The Global Competitiveness Report 2011-2012*”, Ginevra

GLI AUTORI

Carlo Arlotta

Partner di Consilia Business Management SpA.

Docente a contratto di “Compliance e gestione dei rischi”,

Dipartimento di Economia, Università degli Studi dell’Insubria di Varese/Como

Emanuela Atripaldi

Divisione Supervisione Banche, Banca d’Italia, sede di Milano

Lorenzo Esposito

Divisione Supervisione Banche, Banca d’Italia, sede di Milano

Andrea Uselli

Ricercatore in Economia degli intermediari finanziari,

Dipartimento di Economia, Università degli Studi dell’Insubria di Varese/Como

Finito di stampare nel mese di giugno 2012
da Arti Grafiche Tibiletti- Azzate (VA)