



BANCHE ED OPERATORI ESTERI IN ITALIA

**Il supporto all'economia del Paese
nell'anno 2012**

Giugno 2013

Associazione fra le Banche Estere in Italia

In collaborazione con





BANCHE ED OPERATORI ESTERI IN ITALIA

**Il supporto all'economia del Paese
nell'anno 2012**

Giugno 2013

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, dalla dott.ssa Alessandra Piro (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 e Alessandra Piro i capitoli 2, 3, 5 e il paragrafo 7.4 e a Andrea Uselli i capitoli 1, 4 e 6 e i paragrafi 7.2 e 7.3.

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.

Si ringraziano la Divisione Supervisione Banche di Banca d'Italia, le Associazioni di Categoria, le Banche estere e gli operatori di mercato 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 2013.

INDICE

	Presentazione	pag.	1
1.	L'internazionalizzazione del sistema Italia: alcuni dati a confronto	pag.	3
	1.1 La presenza di imprese a controllo estero	»	3
	1.2 Condizioni di attrattività del sistema Italia	»	6
2.	Debito pubblico e rischio sovrano un anno dopo	pag.	11
	2.1 Stock di debito e conseguenze del rischio sovrano	»	11
	2.2 L'esposizione delle banche estere verso l'Italia: i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali	»	16
3.	Le modalità di presenza delle banche estere in Italia: alcune informazioni di struttura	pag.	19
	3.1 Gli Uffici di Rappresentanza	»	19
	3.2 Le filiali di banche estere	»	21
	3.3 L'andamento del numero di sportelli delle banche estere	»	22
	3.4 Il personale impiegato presso le banche estere	»	24
4.	Corporate & Investment Banking	pag.	27
	4.1 La finanza strutturata	»	27
	4.1.1 I prestiti sindacati	»	27
	4.1.2 Le operazioni di cartolarizzazione	»	32
	4.1.3 Il project finance	»	33
	4.2 Private equity e venture capital	»	37
	4.3 Le operazioni di Merger & Acquisition	»	42
5.	Consulenza e operatività sui mercati dei capitali e su strumenti derivati	pag.	49
	5.1 L'attività delle banche estere nei Debt Capital Markets	»	49
	5.2 L'operatività nell'Equity Capital Market	»	55
	5.3 Le negoziazioni su MTS	»	59
	5.4 Le negoziazioni sui mercati cash e Idem	»	61
	5.4.1 L'analisi del mercato cash	»	62
	5.4.2 L'analisi del mercato Idem	»	63
	5.5 L'operatività su strumenti derivati	»	64

6.	Le attività di asset management	pag.	69
6.1	Gestione collettiva e di portafoglio: la quota di mercato dei gruppi esteri	»	69
6.2	Il grado di concentrazione nell'industria del risparmio gestito in Italia	»	72
6.3	Il posizionamento degli intermediari esteri nel comparto dei fondi pensione	»	73
7.	Raccolta e impieghi delle banche estere in Italia	pag.	75
7.1	L'andamento delle principali voci dei bilanci degli operatori esteri nel 2012	»	75
	7.1.1 <i>Attività: finanziamenti</i>	»	75
	7.1.2 <i>Attività: titoli</i>	»	77
	7.1.3 <i>Passività: depositi</i>	»	78
	7.1.4 <i>Passività: debiti verso banche</i>	»	79
	7.1.5 <i>Passività: raccolta di mercato</i>	»	79
7.2	L'esposizione creditizia verso il nostro Paese: le evidenze di un campione di banche estere attive in Italia	»	80
7.3	Raccolta e impieghi sul mercato domestico nel comparto retail	»	84
7.4	Il credito specializzato	»	86
	7.4.1 <i>Il credito al consumo</i>	»	86
	7.4.2 <i>Il mercato del leasing</i>	»	88
	7.4.3 <i>Il mercato del factoring</i>	»	90
	Bibliografia	pag.	95
	Gli Autori	pag.	99

Highlights

102	Succursali e filiazioni di banche estere a fine 2012
16,1%	% su totale attivo del sistema bancario italiano (2012)
35%	Quota del debito pubblico detenuto da non residenti a fine 2012
246 mld.	Patrimonio gestito nell' <i>asset management</i> a fine 2012
60%-67%	Prestiti sindacati e emissioni sul mercato dei capitali di debito (media 2006/12)
35%	Raccolta di provenienza estera nel mercato italiano del <i>private equity</i> e <i>venture capital</i> (2012)
55%	Mercato italiano del <i>project finance</i>
32%	Numero di società quotate con presenza di investitori istituzionali esteri
73%	Presenza di investitori istituzionali esteri sul totale degli investitori qualificati su Star di Borsa Italiana
61%	Negoziazioni su MTS nel 2012
49%	Mercato italiano del credito al consumo nel 2012
39%-21%	Mercato italiano del <i>leasing</i> e del <i>factoring</i> nel 2012

PRESENTAZIONE

L'Associazione fra le Banche Estere in Italia (AIBE) presenta alla comunità finanziaria il quarto Rapporto annuale sulle modalità di presenza, il ruolo e l'attività delle banche estere in Italia.

Il Rapporto analizza e aggiorna a fine 2012 i dati relativi alla penetrazione di banche ed operatori finanziari attivi nel nostro Paese, attraverso una disamina delle principali linee di *business* in cui essi sono presenti.

Il soddisfacimento delle esigenze della clientela – *retail, corporate* e enti della Pubblica Amministrazione – è realizzato attraverso l'articolazione di una gamma di prodotti e servizi sempre più ampia, di qualità e ad alto valore aggiunto, che ha consentito di non interrompere mai, neanche nei momenti più bui della crisi finanziaria ed economica, il sostegno all'economia reale e finanziaria del nostro Paese.

Il Rapporto si apre con un aggiornamento del quadro e della condizione macro-economica del nostro Paese, con riferimento non solo alle criticità legate al debito e al rischio sovrano, ma anche al grado di internazionalizzazione del tessuto economico-produttivo nazionale, in particolare attraverso l'analisi dei dati sugli IDE (Investimenti Diretti all'Estero) in entrata e sul peso delle imprese italiane a controllo estero.

Seguono poi capitoli mono-tematici dedicati ai singoli comparti dell'operatività e delle linee di *business* in cui sono presenti banche ed intermediari finanziari esteri.

Il Rapporto si arricchisce, anche quest'anno, del prezioso contributo di due autorevoli esponenti della sede di Milano di Banca d'Italia, che ringrazio per i dati messi a disposizione e per l'analisi svolta sugli impieghi e la raccolta delle banche estere in Italia.

Guido Rosa

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

Componente del Consiglio e del Comitato Esecutivo dell'Associazione Bancaria Italiana (ABI)

CAPITOLO 1. L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEL SISTEMA ITALIA: ALCUNI DATI A CONFRONTO

Nel Rapporto di giugno 2012 avevamo già sottolineato come in contesti di difficoltà e crisi economica come quelli attuali, la capacità di attrarre e trattenere gli investimenti dall'estero può trasformarsi in elementi di “valore aggiunto”, rappresentando un volano per l'occupazione, la ricchezza e lo sviluppo di un territorio.

Certamente da questo punto di vista l'Italia si pone, al momento, in posizioni di debolezza rispetto ad altre aree economiche dell'Europa e altri Paesi *competitors*.

Nell'agenda politica del Governo – anche grazie alle proposte formulate dal Comitato Investitori Esteri (CIE) di Confindustria – vi è da tempo l'obiettivo di far ritornare l'Italia un Paese più *business friendly* per attrarre gli investimenti delle multinazionali estere. A tal fine è necessario recuperare il terreno perso negli ultimi anni e che ha fatto perdere all'Italia posizioni importanti nelle classifiche internazionali che misurano e confrontano l'attrattività dei Paesi.

I vincoli che gravano sulla complessa realizzazione di tale strategia sono noti: l'elevato livello della tassazione, ben superiore alla media europea, le incertezze del quadro normativo e regolamentare, la crisi del sistema bancario – peraltro estesa a livello internazionale – che si manifesta in particolare con il *credit crunch* e, infine, la complessità della macchina burocratica e delle procedure amministrative.

1.1 La presenza di imprese a controllo estero

Una recente ricerca Bocconi-CIE – che, nella sua seconda fase, si è focalizzata sull'attività di ricerca svolta dalle multinazionali estere (MNE) in Italia – ha evidenziato come le spese in R&S siano di assoluto rilievo per le prospettive di crescita del nostro Paese. Prendendo spunto da questa ricerca, abbiamo verificato come dall'ultima rilevazione disponibile degli “*Inward FATS*” curata da ISTAT e dedicata alla struttura e attività delle imprese a controllo estero, pubblicata a fine 2012, emerga che il contributo delle MNE alle spese di R&S delle imprese residenti in Italia sia stato nel 2010 pari al 24,4% del totale.

Nello stesso anno le MNE hanno investito in R&S in media poco meno di 4.200 euro per addetto nel settore “Industria”, contro una media di 1.028 euro delle imprese italiane, e circa 9.600 euro per addetto (4,6 volte la media delle imprese italiane) nel settore “Servizi”.

L’indagine annuale dell’ISTAT rileva come, a fine 2010, erano presenti nel nostro Paese 13.741 imprese a controllo estero (3.716 nell’industria e 10.025 nel comparto dei servizi), ovvero lo 0,3% del numero di imprese residenti in Italia. Esse impiegavano poco meno di 1,2 milioni di addetti (circa 450.000 nell’industria e poco più di 730.000 nei servizi). Al netto delle attività finanziarie e assicurative, queste imprese realizzavano in Italia un fatturato di 468 miliardi e un valore aggiunto di 93,5 miliardi di euro, pari al 6% del PIL 2010. Il peso delle MNE emerge anche con riferimento al contributo offerto ad altri principali aggregati economici nazionali: esse assorbono il 6,8% degli addetti, generano il 16,1% del fatturato e il 13,1% del valore aggiunto.

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

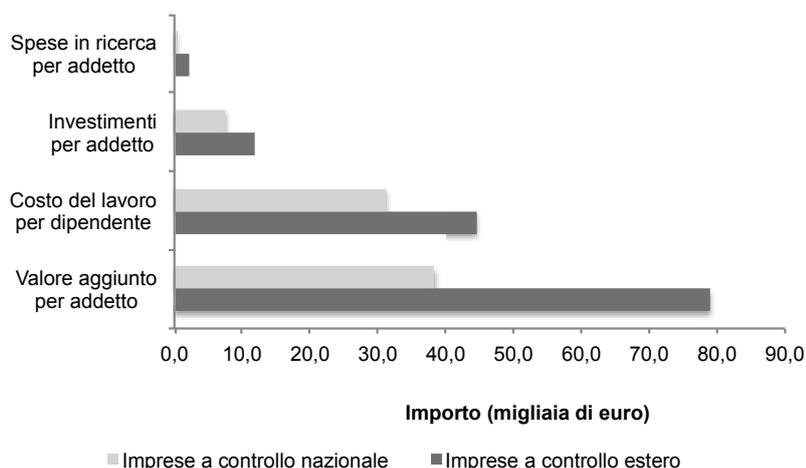
	2005		2010	
	Numeri/ flussi	%	Numeri/ flussi	%
Numero di imprese a controllo estero	14.012	100	13.741	100
Industria	4.108	29,3	3.716	27,0
Servizi	9.904	70,7	10.025	73,0
<i>di cui: attività finanziarie e assicurative</i>	<i>562</i>	<i>4,0</i>	<i>541</i>	<i>3,9</i>
Numero di addetti	1.175.235	100	1.184.539	100
Industria	497.940	42,4	448.733	37,9
Servizi	677.295	57,6	735.806	62,1
<i>di cui: attività finanziarie e assicurative</i>	<i>34.538</i>	<i>2,9</i>	<i>65.490</i>	<i>5,5</i>
Fatturato	386.868	100	468.046	100
Industria	164.570	42,5	193.688	41,4
Servizi	222.298	57,5	274.358	58,6
Valore aggiunto	67.522	100	93.482	100
Industria	35.296	52,3	40.465	43,3
Servizi	32.226	47,7	53.017	56,7

Nel periodo 2005/10 il numero di controllate estere si è ridotto di 271 unità, mentre gli addetti sono aumentati di oltre 9 mila unità; questi risultati rappresentano però il saldo algebrico di due andamenti molto diversi: il numero delle imprese è diminuito di 392 unità nell’industria ed

aumentato di 121 nei servizi; gli addetti sono diminuiti di 49.000 unità nell'industria e cresciuti di 58.000 nei servizi.

Le evidenze dei dati ISTAT segnalano come le imprese a controllo estero siano più produttive e profittevoli di quelle a controllo nazionale: nelle prime il valore aggiunto per addetto è pari a 78.900 euro, più del doppio rispetto alle imprese nazionali; ugualmente importante è lo *spread* in termini di redditività (margine operativo lordo/valore aggiunto): per le imprese a controllo estero tale *ratio* è pari al 43,5%, mentre è solo il 18,7% per le imprese a controllo estero.

Fig. 1 – Le performance delle imprese a controllo nazionale ed estero a confronto (valori monetari in migliaia di euro, anno 2010) – Fonte: rielaborazione propria su dati ISTAT



Non sorprende, infine, che il numero medio di addetti per impresa sia più elevato per le imprese a controllo estero: 86,2 addetti, contro i 3,6 delle imprese a controllo locale.

Le multinazionali estere che operano in Italia risultano residenti principalmente nell'Unione Europea (60,7% delle imprese), rappresentando una quota pari al 58,8% del fatturato e al 57% del valore aggiunto generato dalle MNE. Seguono il Nord America con il 17,1% delle affiliate estere (21-24% del fatturato e del valore aggiunto), gli altri Paesi europei (13,8% in numero e poco meno del 9% del fatturato e del valore aggiunto). Le MNE asiatiche, pur rappresentando solo il 5,2% delle controllate estere, apportano il 7,8% del fatturato.

A livello di singoli Paesi (tab. 2), il *ranking* è guidato dagli USA, rappresentati da 2.282 imprese (101 in meno rispetto al 2009), pari al 16,6% del totale, e con una quota di circa il 21% degli addetti. Con l'esclusione degli USA e del Giappone – peraltro solo in nona posizione – sono presenti solo Paesi europei, di cui uno (la Svizzera) extra-UE. La concentrazione per numero di imprese e/o di addetti è particolarmente significativa: i primi 3 Paesi (USA, Germania e Francia) esprimono imprese che contribuiscono a circa il 50% del fatturato e del valore aggiunto generato dalle imprese a controllo estero; estendendo l'analisi ai primi 10 Paesi l'indice di concentrazione sale all'82,5%.

Tab. 2 – Principali Paesi di provenienza delle imprese a controllo estero (valori in unità e in %, dati a fine 2010) – Fonte: 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	2.282	16,6	257.131	21,7	21,1	23,7
Germania	1.974	14,4	166.868	14,1	15,3	12,4
Francia	1.800	13,1	247.425	20,9	15,1	15,6
Svizzera	1.424	10,4	90.835	7,7	6,9	7,5
Regno Unito	1.138	8,3	92.487	7,8	10,3	11,8
Spagna	569	4,1	24.025	2,0	1,7	1,6
Paesi Bassi	544	4,0	52.227	4,4	6,2	4,6
Lussemburgo	535	3,9	28.930	2,4	2,1	1,9
Giappone	334	2,4	27.482	2,3	2,9	2,3
Austria	329	2,4	23.486	2,0	0,9	1,1
Totale top ten	10.929	79,5	1.010.896	85,3	82,5	82,5
Totale imprese a controllo estero	13.741		1.184.539			

1.2 Condizioni di attrattività del sistema Italia

A livello mondiale, secondo i dati del “*World Investment Report 2012*” dell'UNCTAD, nel 2011 il flusso globale di IDE (Investimenti Diretti all'Estero) in entrata (cd. FDI *inflows*) è risultato pari a 1.524 miliardi di dollari, in crescita del 16,5% rispetto al dato del 2010.

Con riferimento all'Italia, nel 2011 il flusso di IDE in entrata è stato pari a 29 miliardi di dollari, in sensibile crescita rispetto ai 9,2 miliardi del 2010. L'Italia ha così intercettato il 6,9% degli IDE in entrata dell'Unione Europea, 4 punti percentuali in più rispetto al 2010. Nel 2011 l'Italia si è posizionata al sesto posto per capacità di attrarre IDE nella UE, recuperando due posizioni rispetto al 2010, pur restando

ancora distante da Belgio, Regno Unito, Francia e Germania, i quali – in media – nel 2011 hanno attratto 56 miliardi di dollari di IDE, oltre il 53% del totale UE.

Osservando i dati di stock, a fine 2011 l'aggregato di IDE in entrata per l'Italia era pari a 332,6 miliardi di dollari, in lieve incremento rispetto ai 331,9 miliardi di fine 2010. Considerando il totale a livello di UE-27, il peso degli IDE in entrata verso il nostro Paese è meno del 5% del totale, posizionando l'Italia all'ottavo posto del *ranking* limitatamente ai 27 Paesi dell'Unione Europea.

Nel periodo 2000/11 il nostro Paese si è sempre attestato tra la settima e l'ottava posizione di questa speciale classifica, ma i dati testimoniano le difficoltà del nostro Paese ad attrarre investimenti dall'estero. Infatti il peso dello stock sul totale UE-27 è passato dal 5,3% del 2000 al 4,6% del 2011. I primi 5 Paesi in classifica a fine 2011 (Regno Unito, Francia, Belgio, Germania e Spagna) detenevano complessivamente uno stock pari a 13,4 volte quello italiano (12,6 a fine 2000) e il 61,4% del totale UE-27.

Secondo le attese dell'UNCTAD, sui dati relativi agli IDE per il 2012 potranno pesare le incertezze sulla ripresa economica, i tempi di uscita dalla crisi del debito sovrano in alcuni Paesi dell'Eurozona, nonché la ristrutturazione del settore bancario e finanziario e l'avvio di importanti programmi di privatizzazione proprio in quei Paesi più colpiti dalla crisi del debito. La Grecia, ad esempio, prevede di raccogliere entro il 2015 circa 50 miliardi di dollari dalla vendita di imprese pubbliche e da disinvestimenti nel settore immobiliare; in Spagna, viceversa, il programma di privatizzazione interesserà soprattutto la vendita di alcuni aeroporti. Anche l'Italia potrà (o forse dovrà) essere interessata da tali programmi, soprattutto nel settore dell'energia e nel comparto delle *utilities*.

Data la debolezza delle economie nazionali di questi Paesi, i flussi di IDE e gli investimenti trans-frontalieri potranno giocare un ruolo importante per attrarre risorse.

Ci sono, peraltro, una serie di fattori che potrebbero frenare la ripresa degli IDE. La crisi dell'Eurozona e la debolezza dell'economia potrebbero influenzare negativamente il *sentiment* degli investitori, unitamente alle difficoltà del settore bancario. Al contrario, politiche industriali e fiscali volte ad incentivare, ad esempio con un adeguato credito d'imposta, gli investimenti esteri in ricerca e sviluppo e i nuovi insediamenti produttivi, potrebbero essere un importante fattore di

sviluppo e di attrazione in Italia di investimenti provenienti dall'estero. Questa strada sembra oggi una delle vie privilegiate a far tornare massicciamente gli investitori nel nostro Paese¹.

Anche l'osservatorio della CCIAA di Milano – Osservatorio Investimenti Diretti Esteri – conferma come l'attrattività dell'Italia nei confronti degli investitori internazionali sia ai minimi storici. Sulla base dei dati forniti da Financial Times-FDI Intelligence (molto vicini ai dati UNCTAD), il nostro Paese perde competitività nei confronti sia dei più grandi Paesi europei, sia di economie di dimensioni ben più modeste come Irlanda e Paesi Bassi.

Nel 2011 i progetti di espansione e gli investimenti diretti *greenfield* – destinati all'avvio o al potenziamento di attività produttive, tecnologiche e di R&S – in Italia sono stati solo 142 per un controvalore di circa 5,6 miliardi di dollari, ovvero un capitale medio investito di circa 39,5 milioni a progetto, ben al di sotto della dimensione media a livello mondiale (57,8 milioni di dollari), ma di poco superiore alla media UE (36,8 milioni di dollari).

L'osservatorio CCIAA di Milano ha analizzato un sotto-campione delle 142 iniziative di investimento estere in relazione alla loro rilevanza strategica e i risultati che ne emergono confermano come Milano e la Lombardia siano la sede e l'*hub* logistico di accesso preferenziale per l'insediamento delle multinazionali estere che intendono investire in Italia.

Altri dati interessanti – sebbene focalizzati sulla internazionalizzazione in uscita delle imprese – sono contenuti nella ricerca sulla internazionalizzazione delle imprese lombarde, curata annualmente da Assolombarda. Nel 2012 oltre la metà delle imprese intervistate ha dichiarato di aver fatto ricorso a servizi a supporto dell'internazionalizzazione (Confindustria, sistema camerale, SACE, banche, ecc.), un dato in crescita di circa 10 punti percentuali rispetto alle precedenti rilevazioni.

Come ribadito nella ricerca, questo dato fa emergere un crescente ricorso delle imprese a servizi esterni a supporto delle scelte di crescita internazionale, verosimilmente in ragione del raggio di operatività più ampio e della diversificazione geografica delle attività.

¹ A titolo di esempio si veda l'intervista al presidente di Alstom Italia, Turicchi, a proposito della realizzazione a Sesto San Giovanni (MI) di un centro di eccellenza mondiale nella trasmissione di energia, del valore di circa 34 milioni di euro. Morino M. "La ricerca Alstom in Lombardia", Il Sole 24 Ore, 5 giugno 2013, pag. 35.

Il sistema bancario è stato scelto dal 21% delle imprese, con percentuali più elevate – e superiori al 25-30% – per imprese con una forte vocazione all'*export* o già operative tramite filiali o *joint venture* all'estero.

Sebbene la ricerca riguardi la cd. internazionalizzazione in uscita, ci sembra possibile formulare alcune considerazioni sul ruolo delle banche – italiane ed estere – a supporto dei processi di internazionalizzazione delle imprese.

Secondo le rilevazioni delle imprese del campione, l'importanza di una banca-partner è avvertita soprattutto per attività di supporto e consulenza nella valutazione e gestione dei rischi (65% dei rispondenti) e per l'assistenza nell'accesso a forme di finanziamento agevolate (62%).

Le banche estere, che nel tempo hanno sviluppato specifiche competenze nei servizi di *lending* e di *advisory*, nell'ambito della finanza strutturata e straordinaria, possono giocare un ruolo cruciale in tale direzione. Considerando sia l'internazionalizzazione in entrata – e quindi l'operatività delle MNE in Italia – sia quella in uscita, le banche possono “accompagnare” le imprese nell'individuare le soluzioni più efficaci per la realizzazione delle strategie di crescita.

A tal fine, tuttavia, occorre che il *playing field* veda protagonisti tutti gli attori del sistema economico, politico e finanziario del nostro Paese: la strada delle riforme strutturali già intrapresa e i cambiamenti in atto potranno restituire all'Italia la sua attrattività internazionale e riportare gli investitori internazionali.

Si tratta certamente di un percorso di medio/lungo termine, che passa anche per un'attenuazione delle tensioni sul debito sovrano del nostro Paese e per il ripristino della fiducia sui mercati internazionali: sebbene le prospettive di crescita restino molto deboli (nel 2014 si attendono variazioni del PIL tra lo 0% – stime Goldman Sachs – e lo 0,5% – stime OCSE di maggio 2013), la stabilità politica e la riduzione dello *spread* possono riportare il nostro Paese su una strada “virtuosa”. Tuttavia, molto resta ancora da fare.

CAPITOLO 2. DEBITO PUBBLICO E RISCHIO SOVRANO UN ANNO DOPO

2.1 Stock di debito e conseguenze del rischio sovrano

Circa un anno fa, tra fine maggio e inizio giugno 2012, in fase di chiusura del Rapporto 2011 sull'attività delle banche estere in Italia, lo spread BTP/*bund* oscillava tra i 440 e i 460 punti. Da allora – e, soprattutto, dal picco di luglio 2012 a oltre 530 punti – l'andamento di tale grandezza si è orientato verso un trend decrescente ed oggi possiamo certamente commentare con minor pessimismo (o, forse, moderato ottimismo) un differenziale di rendimento che oscilla attorno ai 250-260 punti base.

Se questo dato assume una valenza certamente importante e positiva per testare l'attenuazione del rischio sovrano sull'Italia, non possiamo limitarci a tale valutazione. Tuttavia, uno *spread* attorno a quota 200 *basis point* è ritenuto “coerente” con i fondamentali della nostra economia e, sebbene si tratti ancora di stime piuttosto sommarie, tale livello determinerebbe un risparmio nella spesa per interessi attorno ai 10 miliardi di euro nel biennio 2013-14, beneficio che si ridurrebbe di circa la metà se lo *spread* si mantenesse sui livelli attuali (250 *basis point*).

Certamente la strada per una definitiva uscita dalla crisi del debito sovrano per il nostro Paese è ancora lunga, anche in considerazione dell'enorme peso del debito pubblico e – come riportato anche nell'ultimo “*Rapporto sulla stabilità finanziaria*” di Banca d'Italia di aprile 2013 – del permanere di condizioni di incertezza nel quadro economico mondiale. A tal proposito alcuni miglioramenti sono visibili negli Stati Uniti e in Giappone, in particolare grazie al sostegno all'economia da parte delle rispettive azioni di politica monetaria.

Nell'area dell'euro perdurano incertezze circa l'evoluzione della crisi del debito sovrano. In particolare la crisi del sistema bancario a Cipro e l'incertezza politica pre e post-elettorale nel nostro Paese hanno contribuito a rallentare – se non interrompere – il miglioramento delle condizioni finanziarie in Europa.

I principali rischi per la stabilità finanziaria dei Paesi dell'area euro e, in particolare, quelli più esposti alla crisi del debito sovrano, sembrano connessi alla possibilità che la recessione venga ulteriormente prolungata

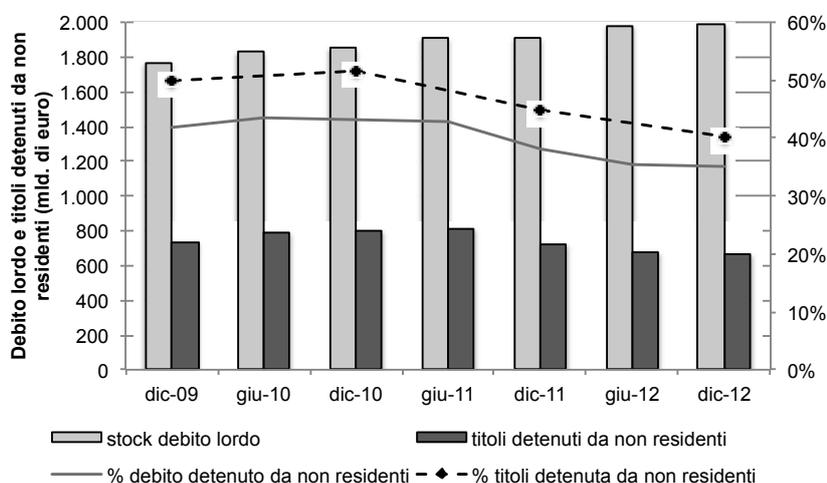
da una spirale tra la debolezza della domanda e il permanere del rischio sovrano e di condizioni di fragilità delle banche e del sistema finanziario. A tali elementi – già piuttosto negativi – si aggiungono disavanzi pubblici ancora elevati, importanti livelli di indebitamento privato e le condizioni di debolezza del settore immobiliare e dell'occupazione.

Secondo i dati di Banca d'Italia, a fine dicembre il debito lordo delle Amministrazioni Pubbliche era pari a 1.988 miliardi di euro, in crescita del 4,3% rispetto ai 12 mesi precedenti.

Sulla base dei dati mensili contenuti nella Base Informativa Pubblica di Banca d'Italia, nel corso del 2012 lo stock medio di debito pubblico detenuto da soggetti non residenti è risultato pari al 35,4%, ovvero il 40% considerando la quota di titoli pubblici detenuta all'estero.

Come evidenziato nella fig. 1, tali percentuali hanno oscillato significativamente tra fine 2009 e fine 2012, in corrispondenza dell'acuirsi e del successivo attenuarsi – negli ultimi mesi del 2012 – delle tensioni sul rischio sovrano. L'apice della crisi (e del livello dello *spread* rispetto al *bund*) ha dato avvio a massicce strategie di disinvestimento nei titoli del debito pubblico italiano da parte di investitori istituzionali esteri, in particolare banche e fondi pensione.

Fig. 1 – Andamento del debito pubblico in Italia e quote detenute da soggetti non residenti (valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati BIP-Banca d'Italia



Le emissioni più recenti – in particolare quella di metà maggio 2013 di BTP a 30 anni – hanno visto invece un progressivo ritorno degli investitori esteri: questo collocamento è stato sottoscritto dai soggetti non residenti in misura pari al 57% (provenienti, in particolare, dal Regno Unito e dagli USA). Si tratta certamente di primi segnali positivi, che dovranno essere stabilizzati e resi ancora più strutturali. La domanda degli investitori esteri, soprattutto quelli interessati ad un posizionamento di medio/lungo termine, è certamente sostenuta da tassi di rendimento piuttosto elevati (circa il 5% all'emissione per i 6 miliardi di BTP a 30 anni collocati a maggio) ma comunque con premi al rischio ben al di sotto di quelli pagati nel 2011 e 2012. Anche la stampa economica, le agenzie di *rating* e le banche di investimento vedono con favore il ritorno dei tassi italiani a livelli di “sostenibilità” per la nostra economia, promuovendo così le iniziative del Governo orientate alla tenuta dei conti pubblici e al rigore di bilancio.

Tuttavia, non va dimenticato – come ricordano anche i dati del World Economic Forum – che, oltre all'elevato stock di debito pubblico – il nostro Paese si caratterizza per uno dei più elevati livelli di debito pubblico rispetto al PIL. Secondo l'ultimo *Global Competitiveness Report 2012-2013*, l'Italia è al 140esimo posto su 144 Paesi analizzati, con un rapporto debito/PIL superiore al 120%, indice certamente del mantenimento di elementi di fragilità sia nel sistema economico e nella sua capacità di ritornare a crescere e creare ricchezza, sia con riferimento alla capacità di attuare riforme efficaci per il contenimento della spesa pubblica.

In tal senso è importante che il collocamento dei titoli pubblici continui a svolgersi con regolarità, in linea con il programma di emissione del Tesoro e con la strategia di allungamento della scadenza media del debito. A tal fine, la ripresa dell'offerta periodica di titoli con durata superiore a dieci anni si concilia con le evidenze dei dati più recenti che segnalano consistenti afflussi di capitale in Italia, suggerendo come gli acquisti di titoli pubblici da parte di investitori esteri stiano proseguendo¹.

Con riferimento alle già citate condizioni di difficoltà del sistema bancario nazionale, due ricerche recenti meritano di essere commentate.

¹ Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, n° 5, aprile 2013, pagg. 12 e 50.

Un *working paper* del FMI² ha analizzato i principali fattori che hanno determinato gli *spread* sui rendimenti dei titoli del debito pubblico italiano e come questi abbiano avuto un impatto sugli *spread* dei *credit default swaps* (CDS) bancari e, più in generale, sulle condizioni di finanziamento e nella erogazione dei prestiti.

I risultati a cui perviene il lavoro evidenziano come la volatilità nel mercato del debito sovrano abbia spinto verso l'alto i costi di finanziamento delle banche italiane e inasprito le condizioni di accesso al credito; tale maggiore volatilità – conseguenza delle variazioni nella propensione al rischio degli investitori nell'area euro, unite a fattori caratterizzanti il nostro Paese (elevato stock di debito, elevata quota di debito pubblico detenuta da non residenti prima della crisi) – ha amplificato l'impatto degli shock. Tali conseguenze negative si sono trasmesse anche al settore bancario, in particolare a quelle istituzioni meno patrimonializzate o con sofferenze più elevate. Secondo l'analisi econometrica condotta dal FMI, gli aumenti negli *spread* sovrani si sono poi trasmessi al costo dei prestiti alle imprese, generando così non solo una riduzione del credito erogato ma anche un incremento del *pricing*, anche in conseguenza di un calo della domanda di credito da parte delle imprese stesse.

Nella medesima direzione si segnalano i risultati contenuti nel “*Tema di Discussione*” n° 909 di Banca d'Italia³, in cui gli autori hanno testato se e in che misura le maggiori difficoltà di accesso ai mercati di raccolta all'ingresso e i più elevati costi di provvista per le banche italiane si siano tradotti in una riduzione dell'offerta di credito.

Sulla base di un campione di imprese, affidate da almeno una banca italiana ed una estera, per un totale di circa 670.000 relazioni banca-impresa, i risultati econometrici confermano una significativa restrizione nell'offerta di credito: nella seconda metà del 2011 le banche italiane analizzate nel campione hanno ridotto l'accordato di circa il 3% in più rispetto alle banche estere, con un differenziale di tassi di circa 15-20 punti base più elevato.

Le banche estere, che sono in media più grandi di quelle nazionali e contano maggiormente sul *funding* interbancario – hanno così potuto sperimentare una minore esposizione alle problematiche del rischio

² Zoli E., “*Italian sovereign spreads: their determinants and pass-through to bank funding costs and lending conditions*”, IMF Working Paper, WP/13/84, aprile 2013.

³ Bofondi M., Carpinelli L. e Sette E., “*Credit supply during a sovereign debt crisis*”, Banca d'Italia, Temi di Discussione, n° 909, aprile 2013.

sovrano italiano e si sono sostituite alle banche italiane nell'erogazione del credito alle imprese domestiche. Tale sostituzione, tuttavia, non è stata né completa né perfetta: le imprese, infatti, non sono state in grado di sostituire il credito delle banche locali con quello delle banche estere, le quali non hanno allentato i criteri di selettività nell'erogazione del credito, mantenendo elevati tassi di rifiuto e adottando una politica di “*flow to quality*” a favore di prenditori meno fragili.

Se, da un lato, si rileva come la disponibilità e l'offerta di credito si siano complessivamente contratte nella fase più acuta della crisi del debito sovrano, dall'altro non va dimenticato – come emerge dalla ricerca di Banca d'Italia – che lo shock negativo sarebbe stato ancora più elevato se fosse venuta meno la presenza e l'offerta delle banche estere. Esse hanno così svolto un ruolo prezioso per garantire, almeno parzialmente, continuità e disponibilità di credito alle imprese, agevolare la ripresa e le iniziative di sviluppo e non solo per far fronte a contingenti bisogni di liquidità.

Anche i dati di sistema pubblicati da Banca d'Italia nell'ultima “*Relazione Annuale*” evidenziano un importante calo dei finanziamenti alle imprese (a 962 miliardi di euro, con un calo di circa 22 miliardi, pari al -2,2% a dicembre 2012 rispetto alle consistenze di 12 mesi prima). Un recente *report* di Standard & Poor's, invece, stima in 44 miliardi di euro il calo dei finanziamenti alle imprese italiane nel 2012, suggerendo una possibile uscita dalla stretta creditizia attraverso il maggior ricorso alle emissioni obbligazionarie da parte delle imprese italiane. Tale soluzione potrebbe così ridurre la dipendenza dal credito bancario (oggi, a seconda delle stime e della tipologia di creditore, essa oscilla tra il 70 e il 90% del fabbisogno finanziario delle imprese italiane), ma anche migliorare la struttura di capitale delle imprese stesse, riducendone i rischi di rifinanziamento.

2.2 L'esposizione delle banche estere verso l'Italia: i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali

Come abbiamo visto, mentre con riferimento ai titoli del debito pubblico si è osservata una progressiva sostituzione di detentori esteri con sottoscrittori (in particolare banche) nazionali e solo negli ultimi mesi si è assistito ad una parziale inversione del trend, non mancano altri dati che, al contrario, fotografano una crescente esposizione di soggetti

esteri verso il debito pubblico (impegni e rapporti creditizi non titolarizzati).

Le statistiche della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) fotografano come l'esposizione delle banche estere al settore pubblico italiano sia cresciuta da 175 a 198 miliardi di dollari nel II semestre 2012. Tali esposizioni sono soprattutto verso banche europee (151 miliardi), seguite da quelle giapponesi (25) e statunitensi (17). Nel corso del 2012 è aumentata, seppur di poco, la complessiva esposizione dell'estero verso l'Italia: conteggiando congiuntamente sia il debito pubblico sia quello privato, essa è passata da 715 a 717 miliardi di dollari tra fine 2011 e fine 2012 (+0,3%). L'andamento di tale stock, tuttavia, è stato molto diverso tra la prima parte e la seconda metà dell'anno: infatti, dopo il calo di 9 miliardi di dollari tra gennaio e giugno, ha fatto seguito un incremento di oltre 11 miliardi nel II semestre.

Rispetto agli stock di fine 2011, la variazione è stata positiva per i rapporti creditizi in capo al settore pubblico (+13,6%), all'opposto dell'esposizione delle banche estere verso il settore bancario nazionale, passata da 109 a 94 miliardi di dollari.

Tab. 1 – Andamento dei rapporti creditizi verso l'estero (debito pubblico e privato, valori in milioni di dollari USA, stock di debito outstanding di fine periodo) – Fonte: rielaborazione propria su dati BRI, Statistical Annex, Consolidated Banking Statistics

	dic. 2010	dic-11	giu-12	dic-12	Δ% anno 2012
Rapp. creditizi verso l'estero	867.283	715.420	706.457	717.804	0,3
di cui: Settore pubblico	261.626	174.358	175.254	198.060	13,6
di cui: Banche	147.675	109.031	91.602	94.048	-13,7
di cui: Settore privato non finanz.	457.000	431.234	436.223	424.937	-1,5
di cui: banche europee	783.867	645.133	630.092	632.526	-2,0
di cui: banche non europee	83.416	70.287	76.365	85.278	21,3

Con riferimento ai soli rapporti creditizi del settore pubblico (tab. 2), nella classifica dei principali Paesi cui appartengono le banche segnalanti, i primi 3 Paesi detengono il 70,8% del totale, in calo di poco più di 2 punti percentuali rispetto a fine 2011.

Nel corso del 2012 alcune variazioni dello stock sono state piuttosto significative: la quota detenuta dalle sole banche europee è passata da 145 a 151 miliardi di dollari, mentre quella delle banche non europee da

29 a 46 miliardi, in particolare grazie alla maggiore esposizione delle banche USA (+8,6) e giapponesi (+6), verosimilmente attratte dalla possibilità di ottenere rendimenti elevati sulle emissioni del Tesoro.

Tab. 2 – Composizione dei rapporti creditizi verso l'estero (debito pubblico) per Paese detentore (valori in milioni di dollari USA, stock di debito outstanding di fine periodo) – Fonte: rielaborazione propria su dati BRI, Statistical Annex, Consolidated Banking Statistics

Paesi (a)	dic-11		giu-12		dic-12	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Francia	66.167	37,9	58.816	33,6	73.646	37,2
Germania	41.861	24,0	38.745	22,1	41.108	20,8
Giappone	19.504	11,2	24.341	13,9	25.495	12,9
USA	8.524	4,9	13.851	7,9	17.128	8,6
Spagna	8.536	4,9	8.834	5,0	8.422	4,3
Regno Unito	8.445	4,8	6.262	3,6	6.797	3,4
Belgio	7.136	4,1	6.048	3,5	6.517	3,3
Svizzera	3.097	1,8	6.133	3,5	4.227	2,1
Altri Paesi	11.088	6,4	12.224	7,0	14.720	7,4
Totale	174.358	100	175.254	100	198.060	100
% su totale (b)		24,4		24,8		27,6

Nota: (a) sono riportati i primi 8 Paesi per debito pubblico detenuto, ordinati in base allo stock di debito outstanding a fine 2012; (b) la percentuale è calcolata rapportando lo stock di debito pubblico detenuto all'estero sul totale dei rapporti creditizi (debito pubblico e privato) verso l'estero.

Con riferimento alle banche residenti in Paesi dell'area euro⁴, nel 2012 l'esposizione del settore pubblico italiano è complessivamente cresciuta di 6 miliardi di dollari. Anche in questo caso, tuttavia, l'andamento è stato opposto tra il I ed il II semestre: a fronte di un calo di 11,2 miliardi registrato tra dicembre 2011 e giugno 2012, si è osservato un incremento dell'esposizione di 17,2 miliardi tra giugno e dicembre dell'anno scorso. Possiamo ritenere che anche tale trend abbia riflesso le mutate strategie dei principali operatori bancari internazionali nei confronti del debito pubblico italiano, passate da esigenze di disinvestimento per contenere l'esposizione al rischio sovrano alla valutazione di proficue opportunità di investimento e di una rinnovata fiducia verso il sistema Italia.

⁴ I dati si riferiscono a *reporting banks* insediate in Belgio, Francia, Germania e Spagna.

Sempre sulla base dei dati BRI è interessante esaminare l'andamento recente e la composizione dei rapporti creditizi verso l'estero delle banche e del settore privato non finanziario, per verificare se anche tali variabili abbiano risentito in qualche misura della percezione del rischio sovrano sul nostro Paese.

Tab. 3 – Andamento e composizione dei rapporti creditizi verso l'estero (debito bancario e del settore privato non finanziario, valori in milioni di dollari USA, stock di debito outstanding di fine periodo) – Fonte: rielaborazione propria su dati BRI, Statistical Annex, Consolidated Banking Statistics

Rapporti creditizi verso l'estero	dic. 2010	dic-11	giu-12	dic-12
Settore bancario	147.675	109.031	91.602	94.048
di cui: verso banche EU	128.968	90.942	80.615	83.321
di cui: verso banche non EU	18.707	18.089	10.987	10.727
Settore privato non finanziario	457.000	431.234	436.223	424.937
di cui: verso banche EU	433.340	408.088	411.832	396.997
di cui: verso banche non EU	23.660	23.146	24.391	27.940

Negli ultimi due anni gli stock di debito verso l'estero del settore bancario e del settore privato non finanziario sono diminuiti, rispettivamente, di 53,6 e 32 miliardi di dollari. Probabilmente ciò è stato dovuto alle maggiori difficoltà delle banche a finanziarsi sull'interbancario e delle imprese non finanziarie ad accedere ai mercati dei capitali internazionali.

Come evidenziato nella tab. 3, i rapporti creditizi del settore bancario nei confronti dell'estero sono soprattutto verso banche europee (88,6%, in calo di 7,6 miliardi in valore assoluto nel corso del 2012). Anche l'esposizione del settore privato non finanziario è soprattutto verso banche europee (93,4% a fine 2012); nel corso dell'ultimo anno la riduzione dell'esposizione verso tali banche (-11 miliardi) è stata solo parzialmente compensata da una maggiore esposizione verso banche extra-europee (+4,8), la quale è cresciuta in particolare nel II semestre 2012.

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

Sulla base dei dati pubblicati da Banca d'Italia nell'ultima *Relazione Annuale*, a fine 2012 le succursali di banche estere operanti in Italia erano 78, di cui 1 inclusa in gruppi nazionali, un numero invariato rispetto al dato di fine 2011. Nel corso dell'anno 4 filiali di banche estere hanno avviato l'operatività nel nostro Paese. Ad esse faceva capo il 7,7% del totale attivo del sistema bancario italiano (a fine 2011 era l'8,2%).

Sono presenti inoltre 24 filiazioni di società e banche estere (dato invariato rispetto a fine 2011), due delle quali figurano tra i primi 10 gruppi bancari presenti nel Paese, con una quota del totale delle attività pari all'8,4% (-0,9% rispetto al 2011).

Considerando quindi congiuntamente succursali e filiazioni di società e banche estere, possiamo stimare che la quota di mercato degli intermediari esteri rispetto al totale attivo di sistema è pari al 16,1%, in calo di poco più di un punto percentuale rispetto al dato di fine 2011.

Alla fine del 2012 nel capitale di 48 banche erano presenti 37 azionisti esteri, in prevalenza comunitari, con quote superiori al 5 per cento; rispetto al 2011 il dato è in leggero calo (-1 banca e -3 azionisti esteri).

3.1 Gli Uffici di Rappresentanza

Nel 2012 si è confermato il trend che, a partire dal 2011, aveva portato ad una progressiva diminuzione del numero di Uffici di Rappresentanza. Infatti, secondo quanto risulta dalla rielaborazione dei dati riportati nell'Annuario ABI, a fine maggio 2012 erano presenti in Italia 9 Uffici di Rappresentanza, di cui 5 riconducibili a banche comunitarie e 4 a banche con sede extra-UE (tab. 1). La riduzione di cinque unità rispetto a maggio 2011 è relativa alla chiusura degli Uffici di Rappresentanza di tre banche austriache, dell'Ufficio di Rappresentanza della banca tedesca Salzburg Muenchen Bank AG e di quello della banca portoghese Banco Espirito Santo. Gli Uffici sono in rappresentanza di 7 Paesi, di cui 3 extra-UE (India, Russia e USA).

Tab. 1 – La distribuzione degli Uffici di Rappresentanza delle banche estere in Italia (dati aggiornati al 31 maggio) – Fonte: rielaborazione propria su dati Annuario ABI, anni vari

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
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	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	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	x
Malta							
Bank of Valletta	x	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		x
Caja de ahorros y pensiones de Barcelona						x	x
PAESI NON UE							
India							
State Bank of India	x	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	x
The Bank for Foreign Affairs of the USSR	x	x	x				
VTB Bank (open joint-stock company)			x	x	x	x	x
Ellips Bank						x	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	x
Totale UE	13	13	13	10	9	9	5
% su totale	65,0	72,2	72,2	66,7	69,2	69,2	55,6
Totale non UE	7	5	5	5	4	4	4
% su totale	35,0	27,8	27,8	33,3	30,8	30,8	44,4
Totale	20	18	18	15	13	13	9

3.2 Le filiali di banche estere

Nella successiva tab. 2 viene riportato il numero di filiali di banche estere (di seguito, per brevità, FBE), suddivise per Paese di provenienza della casa madre, presenti in Italia con uno o più sportelli tra il 2000 ed il 2012.

A maggio 2012 erano censite 77 FBE, di cui 68 comunitarie e provenienti da 11 Paesi dell'Unione Europea. Le 9 FBE extra-comunitarie erano riconducibili a banche con sede in 6 Paesi extra-UE, di cui 5 extra-europei. Rispetto ai dati di maggio 2011, il saldo è negativo, con una diminuzione di due unità tra le filiali comunitarie. Anche nel 2012 è quindi proseguito il trend negativo avviatosi dal 2009 e che in 3 anni ha determinato una diminuzione di 4 unità. La fine dello scorso decennio e l'inizio di questo si sono caratterizzati, quindi, per un andamento molto diverso rispetto ai primi anni successivi al 2000, che erano stati accompagnati da saldi netti positivi: tra il 2001 e il 2009, infatti, il numero di filiali di banche estere era passato da 57 a 81.

Tab. 2 – Provenienza geografica e numerosità delle filiali di banche estere in Italia (dati aggiornati al 31 maggio) – Fonte: rielaborazione propria da Borroni M. (2006) e su dati Annuario ABI, anni vari

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PAESI UE													
Austria	1	2	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	1
Belgio	2	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	1
Danimarca											1	1	1
Francia	10	10	12	14	14	14	14	13	17	17	18	17	18
Germania	8	10	11	10	11	12	11	17	19	18	18	16	13
Irlanda	1	1	1	2	2	2	2	2	3	2	2	2	2
Lettonia					(*)					1	1	1	1
Lussemburgo		1	1					4	4	4	4	5	6
Paesi Bassi	5	6	6	6	6	6	6	6	7	7	6	6	5
Regno Unito	5	6	6	6	6	6	8	11	10	12	12	13	14
Slovenia	1	1	1	1	1 (*)	1	1	1	1	1	1	1	1
Spagna	3	3	3	2	3	3	3	5	5	6	5	5	6
PAESI NON UE													
Australia							1	1	1	1			
Bahrain	1	1	1										
Brasile	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Cina	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Giappone	2	2	1	2	1	1	1	1	1	1	2	2	1
Giordania	1	1	1	1	1	1	1						
Iran	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Swizzera	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Usa	8	8	6	6	6	5	4	4	4	3	3	3	4
Totale UE	35	40	44	44	47	47	48	62	69	72	72	70	68
% su totale	67,3	70,2	75,9	75,9	79,7	81,0	81,4	86,1	87,3	88,9	88,9	88,6	88,3
Totale non UE (**)	17	17	14	14	12	11	11	10	10	9	9	9	9
% su totale	32,7	29,8	24,1	24,1	20,3	19,0	18,6	13,9	12,7	11,1	11,1	11,4	11,7
Totale	52	57	58	58	59	58	59	72	79	81	81	79	77

Nota: (*) Anno di ingresso del Paese nell'Unione Europea. (**) Nel totale non UE vengono conteggiate fino al 2003 anche la Lettonia e la Slovenia.

L'analisi per flussi di entrate/uscite annue di FBE (tab. 3) evidenzia come i movimenti del 2012 abbiano riguardato prevalentemente entrate/uscite di banche comunitarie, con un deflusso netto di due banche.

Tab. 3 – Flussi di entrata/uscita delle filiali di banche estere in Italia (dati aggiornati al 31 maggio) – Fonte: rielaborazione propria da Borroni M. (2006) e su dati Annuario ABI, anni vari

	N° FBE		Flussi annui in entrata/uscita										N° FBE	
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2012	
PAESI UE														
Austria	2	1	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	-1	1	
Belgio	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0	-1	-1		
Danimarca										1	0	0	1	
Francia	10	2	2	0	0	0	-1	4	0	1	-1	1	18	
Germania	10	1	-1	1	1	-1	6	2	-1	0	-2	-3	13	
Irlanda	1	0	1	0	0	0	0	1	-1	0	0	0	2	
Lettonia				(*)	0	0	0		1	0	0	0	1	
Lussemburgo	1	0	-1	0	0	0	4	0	0	0	1	1	6	
Paesi Bassi	6	0	0	0	0	0	0	1	0	-1	0	-1	5	
Regno Unito	6	0	0	0	0	2	3	-1	2	0	1	1	14	
Slovenia	1	0	0	0 (*)	0	0	0	0	0	0	0	0	1	
Spagna	3	0	-1	1	0	0	2	0	1	-1	0	1	6	
Variazioni annue	4	0	0	2	0	1	14	7	3	0	-2	-2		
PAESI NON UE														
Australia						1	0	0	0	-1		0		
Bahrain	1	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	
Brasile	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	
Cina	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	
Giappone	2	-1	1	-1	0	0	0	0	0	1	0	-1	1	
Giordania	1	0	0	0	0	0	-1							
Iran	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	
Svizzera	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	
Usa	8	-2	0	0	-1	-1	0	0	-1	0	0	1	4	
Variazioni annue	-3	0	-1	-1	0	-1	0	-1	0	0	0	0		
<i>Totale UE</i>	40	44	44	47	47	48	62	69	72	72	70	68	68	
<i>Totale non UE (**)</i>	17	14	14	12	11	11	10	10	9	9	9	9	9	
Totale	57	58	58	59	58	59	72	79	81	81	79	77		

Nota: (*) Anno di ingresso del Paese nell'Unione Europea. (**) Nel totale non UE vengono conteggiate fino al 2003 anche la Lettonia e la Slovenia.

3.3 L'andamento del numero di sportelli delle banche estere

Al 31 dicembre 2012, secondo i dati di sistema diffusi da Banca d'Italia, erano presenti in Italia 706 banche, di cui 78 succursali estere, il cui numero è rimasto invariato rispetto a fine 2011. Alle succursali estere facevano capo, complessivamente, 325 sportelli, in crescita di 7 unità rispetto al dato di fine 2011, rafforzando così un percorso di crescita strutturale avviatosi a partire dal 2008. Il numero di sportelli delle banche estere resta inferiore all'1% del totale, sebbene il numero degli sportelli delle banche italiane sia in calo di poco più di 700 unità rispetto al 2011.

In Lombardia sono presenti 63 banche estere, ovvero con sede amministrativa all'interno della regione, pari all'81% del totale: ad esse fanno capo 174 sportelli (54% del totale sportelli delle banche estere e pari al 2,7% del totale sportelli presenti in regione).

Tab. 4 – Numero di banche estere e sportelli operanti in Italia (dati di fine periodo) – Fonte: rielaborazione propria su dati Banca d'Italia, Base Informativa Pubblica

Data	Banche e sportelli in Italia					
	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
2012	706	32.881	78	325	10,5	0,9

Sulla base delle rilevazioni dell'Annuario ABI¹, è possibile fornire altresì un'analisi disaggregata del numero di sportelli di banche estere in Italia per Paesi di provenienza.

Come evidenziato nella tab. 5, la quota più rilevante è riconducibile a intermediari con sedi in Paesi UE (96% a maggio 2012), anche perché le banche extra-comunitarie prediligono in larga misura la presenza tramite filiali mono-sportello.

Nel 2012 si è assistito ad una significativa dinamica del flusso in entrata/uscita del numero di sportelli delle banche estere operative in Italia. In particolare, tra il 2011 e il 2012, sei banche estere hanno proceduto alla chiusura di un numero complessivo di 22 sportelli (di cui

¹ Le differenze (seppur minime) nei dati diffusi da Banca d'Italia e quanto riportato nell'Annuario ABI sono giustificate sia dalla diversa data di censimento (31 dicembre e 31 maggio, rispettivamente), sia dal fatto che – in mancanza di ulteriori informazioni – ai fini della presente analisi le banche estere senza indicazione del numero di sportelli sono state considerate mono-sportello.

21 relativi a banche comunitarie); al contempo tre banche comunitarie hanno aperto complessivamente 12 nuovi sportelli bancari, per un deflusso netto di dieci sportelli bancari, passati da 297 a 287.

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

	Numero di sportelli											
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PAESI UE												
Austria	2	3	6	6	6	6	7	9	9	5	5	1
Belgio	1	1	4	5	9	4	6	6	7	2	1	
Danimarca										1	1	1
Francia	19	14	16	15	15	15	14	17	17	18	18	22
Germania	11	13	14	14	15	13	19	21	20	16	16	13
Irlanda	2	2	2	2	2	2	2	4	2	2	2	1
Lettonia				(*)					1	1	1	1
Lussemburgo	1	1					7	7	7	6	7	9
Paesi Bassi	8	7	10	10	8	8	8	9	8	7	7	13
Regno Unito	20	34	23	20	20	22	44	70	142	219	222	210
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	4
PAESI NON UE												
Australia						1	2	2	1			
Bahrain	1	1										
Brasile	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3
Cina	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
Giappone	2	1	2	1	1	1	1	1	1	2	2	1
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 UE	67	78	77	77	80	75	113	149	221	283	285	276
% su totale	74,4	78,8	77,8	79,4	80,8	79,8	89,0	92,0	94,8	95,9	96,0	96,2
Totale non UE (**)	23	21	22	20	19	19	14	13	12	12	12	11
% su totale	25,6	21,2	22,2	20,6	19,2	20,2	11,0	8,0	5,2	4,1	4,0	3,8
Totale	90	99	99	97	99	94	127	162	233	295	297	287

Nota: (*) Anno di ingresso del Paese nell'Unione Europea. (**) Nel totale non UE vengono conteggiate fino al 2003 anche la Lettonia e la Slovenia.

3.4 Il personale impiegato presso le banche estere

Grazie alla disponibilità della Divisione Supervisione Banche di Banca d'Italia, è possibile dare conto del quadro aggiornato a fine 2012 della numerosità del personale dipendente presso le filiali e filiazioni di banche estere attive in Italia.

Nel corso dell'ultimo anno sono intervenute alcune modifiche nelle segnalazioni degli intermediari, motivo per cui i risultati non sono perfettamente allineati con quanto riportato nelle precedenti

pubblicazioni. Si mantiene comunque una piena comparabilità nel peso delle diverse componenti del sistema bancario.

A fine 2012 presso le banche estere (filiali e filiazioni) sono attribuite poco più di 37.000 unità di personale dipendente, ovvero il 12,2% del totale di sistema. La quota più rilevante è attribuita alle filiazioni, in ragione delle loro strutture operative radicate sul territorio: presso tali strutture sono presenti oltre 31.000 unità di personale, ovvero l'84% del totale censito presso le banche estere, in crescita di circa 500 unità negli ultimi due anni.

Tab. 6 – Numerosità del personale dipendente delle banche estere in Italia – Fonte: Banca d'Italia

	2010	2011	2012	% (su dati 2012)
Banche italiane	292.239	287.390	268.766	87,8
Filiali di banche estere	6.397	6.178	5.957	1,9
Filiazioni	30.874	31.884	31.340	10,2
Totale banche estere	37.271	38.062	37.297	12,2
Totale sistema bancario	329.510	325.452	306.063	100

CAPITOLO 4. CORPORATE & INVESTMENT BANKING

L'offerta di prodotti e servizi finanziari da parte delle banche estere attive in Italia nel settore *Corporate & Investment Banking* (di seguito anche CIB) è molto articolata. L'Annuario AIBE 2012, redatto sulla base delle informazioni ottenute da un ampio campione di banche associate, ha evidenziato come 31 banche associate su 35 rispondenti operino in tale comparto.

Con riferimento alla clientela servita, in 20 casi su 31 rispondenti, i prodotti e servizi offerti sono destinati a clientela di tipo sia *corporate* sia *institutional*; ad essi si aggiungono 10 Succursali che operano esclusivamente con clientela *corporate* e una con offerta limitata alla sola clientela *institutional*.

Ne consegue come la gamma di prodotti/servizi offerti sia ampia e articolata, anche tenuto conto del fatto che tale settore ha storicamente rappresentato – in molti casi – uno dei primi ambiti per l'avvio dell'operatività delle banche estere nel nostro Paese.

Gli intermediari svolgono, principalmente, attività di *lending* (comprese le forme di prestiti sindacati), erogano crediti di firma, operano nei mercati dei capitali e nel *project financing* e forniscono supporto alle emissioni e negoziazioni sui mercati dei capitali e su strumenti derivati. Meno diffuse, ma ugualmente significative, sono le attività di supporto alla finanza straordinaria d'impresa (attività di consulenza su M&A, LBO e ristrutturazioni del debito) e alle operazioni di *import/export* (*trade finance* e *export financing*).

In tale capitolo si dà conto della diffusione e della penetrazione delle banche estere nei principali comparti in cui è possibile – per comodità di esposizione – disaggregare le operazioni realizzate nell'ambito del CIB.

4.1 La finanza strutturata

4.1.1 I prestiti sindacati

La forma dei prestiti sindacati si qualifica come una tipica operazione di finanza strutturata in quanto comporta la creazione di un *pool* tra diverse banche e intermediari finanziari per l'erogazione di un finanziamento – di norma suddiviso in *tranche* – a un mutuatario, per un

ammontare che consente non solo di frazionare il rischio tra i soggetti eroganti, ma anche all'affidatario di massimizzare i volumi di raccolta e di rendere più efficace il collocamento del prestito tramite i mercati dei capitali internazionali.

Nel presente paragrafo si analizzano la dimensione e composizione del mercato italiano (cioè relativo ad emittenti italiani) dei prestiti sindacati nell'anno 2012. I dati sono ricavati dal *database* Dealogic e analizzati per singola *tranche* (in termini di importo, scadenza, qualità del credito, settore economico di appartenenza dell'emittente, ecc.) e per provenienza geografica dei *bookrunner*, ovvero gli intermediari che gestiscono il collocamento del prestito.

Nel 2012 sono stati collocati 29,3 miliardi di euro di prestiti sindacati relativi ad emittenti italiani, per complessivi 69 *deal*, a loro volta frazionati in 127 *tranche*. Il mercato, sostanzialmente stabile rispetto al 2011 (almeno per volumi), è ancora ben al di sotto delle dimensioni medie pre-crisi (tab. 1).

Nonostante le difficoltà del comparto, legate evidentemente al persistere di condizioni di debolezza dei mercati dei capitali internazionali e alla limitata ripresa delle emissioni, anche nel 2012 il ruolo degli intermediari esteri è stato importante per sostenere la domanda dei *borrower* italiani.

Tab. 1 – Distribuzione del controvalore annuo delle operazioni di prestiti sindacati per origine del bookrunner (2001/12, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Anno	Origine del bookrunner				Totale
	Intermediari esteri	Intermediari italiani ed esteri	Intermediari italiani	dati nd.	
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
2012	539,03	22.161,70	1.208,74	5.401,50	29.310,97
Totale	66.931,52	279.427,90	57.446,88	110.226,38	514.032,68

Come emerge dalla lettura della tab. 1, nel 2012 i soggetti esteri in qualità di *bookrunner* hanno assistito in via esclusiva solo il 2% dei collocamenti (539 milioni di euro, 13 *tranche*), cui si aggiunge il 76% (22 su 29,3 miliardi di euro, 32 *tranche*) collocato in un consorzio transnazionale cui hanno partecipato una o più banche italiane. Tuttavia, possiamo presumere che la penetrazione dei soggetti esteri sia in realtà più elevata, dato che per il 22% dei collocamenti (57 *tranche*) non è stato possibile disporre di alcuna informazione circa la presenza del *bookrunner*.

Con riferimento ai singoli prestiti, i primi 10 collocamenti per controvalore (ottenuto semplicemente come aggregazione degli importi delle singole *tranche* che li compongono) rappresentano poco più dei 3/4 dell'intero mercato (22,4 miliardi sul totale di 29,3). Tali prestiti sono stati collocati da 6 consorzi transnazionali con banche nazionali e intermediari esteri, mentre per gli altri 4 collocamenti non è stato possibile disporre di informazioni sul *bookrunner*.

Sulla base delle informazioni contenute nel *database* Dealogic, è stato possibile estrarre anche un'informazione sul gruppo di banche eroganti il prestito (le singole *tranche*). Analizzando la colonna *lender parent*, si conferma un ruolo preminente delle banche estere. Esse hanno prestato – in via esclusiva – 1,3 miliardi di euro, pari al 5% del totale dei finanziamenti erogati, cui si aggiungono 25,5 miliardi (87%) erogati in *pool* con banche italiane.

Con riferimento ai settori di operatività delle imprese affidate, in termini complessivi i settori più rappresentati sono stati *Utility & Energy*, *Telecommunications* (TLC) e *Aerospace*, cui appartengono imprese che hanno raccolto complessivamente il 69,3% dei prestiti erogati. L'operatività – in via esclusiva – dei soggetti esteri, viceversa, si è concentrata nel settore delle costruzioni, automobilistico (*Auto/Truck*) e chimico.

Più articolata è la distribuzione dei settori economici con riferimenti ai *pool* di intermediari italiani ed esteri: tali consorzi hanno affidato per lo più imprese dei settori *Utility & Energy*, *Telecommunications* (TLC) e *Aerospace*, per un totale di circa 18,7 miliardi di euro (84,6% del totale erogato da consorzi transnazionali, ovvero il 64% del totale del mercato italiano dei prestiti sindacati nel 2012).

Tab. 2 – Distribuzione del controvalore delle operazioni di prestiti sindacati per origine del bookrunner e settore economico di appartenenza del borrower (emissioni 2012, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Settore	Origine del bookrunner						dati nd.	Totale	% su ctvl. totale	#
	intermediari esteri	% su tot. ctvl. esteri	#	intermediari italiani ed esteri	% su tot. ctvl. italiani ed esteri	#				
Construction	216,90	40,2	1	200,00	0,9	11	876,38	1.293,28	4,4	4
Auto/Truck	200,00	37,1	2	200,00	0,9	11		400,00	1,4	13
Chemicals	92,13	17,1	3				67,50	159,63	0,5	17
Machinery	30,00	5,6	4	479,39	2,2	9	150,00	659,39	2,2	9
Utility & Energy				13.446,00	60,7	1	57,00	13.913,23	47,5	1
TLC				4.000,00	18,0	2	1.081,00	5.081,00	17,3	2
Aerospace				1.310,00	5,9	3		1.310,00	4,5	3
Transportation				500,00	2,3	6	407,00	960,52	3,3	6
Altri settori				2.226,31	10,0		544,74	5.533,92	18,9	
Totale	539,03	100		22.161,70	100		1.208,74	29.310,97	100	
C5 settoriale	539,03	100		20.027,30	90,4		1.068,20	22.558,03	77,0	
C10 settoriale	539,03	100		21.741,70	98,1		1.208,74	26.406,73	90,1	

Nota: nelle colonne con l'intestazione “#” è riportata la posizione ordinale del settore economico di appartenenza del borrower per controvalore rispetto al totale di settore.

L'87% dei prestiti collocati nel 2012 è di qualità elevata (cd. *investment grade*), a conferma del fatto che per il ritorno ad un efficace funzionamento dei mercati dei capitali internazionali è necessario il collocamento di strumenti di qualità, con un limitato rischio emittente e di credito, al fine di ripristinare un corretto circuito di prestiti basati su meccanismi fiduciari e reputazionali. Nel 2011 la quota dei prestiti *investment grade* era pari al 76%.

Per quanto attiene alla scadenza (*maturity* all'origine dei prestiti), nel 2012 i soggetti esteri hanno erogato – in via esclusiva – prestiti su tutte le scadenze (470 milioni di euro con scadenza fino a 5 anni, 42 milioni con scadenza compresa tra 5 e 10 anni, 27 con scadenza superiore ai 10 anni). Viceversa, l'operatività congiunta con banche nazionali si è polarizzata sulle scadenze più brevi (4,4 miliardi di euro) e sulla scadenza tra 3 e 5 anni (14 miliardi, 48% del mercato complessivo). Anche nel 2012 (così come nel 2011) è proseguita la “discontinuità” rispetto agli anni precedenti relativa ai collocamenti di durata superiore ai 20 anni, operazioni che in passato avevano peraltro sempre avuto un peso piuttosto contenuto.

La durata media dei prestiti è di poco superiore ai 4 anni: l'allungamento delle scadenze può anch'esso essere interpretato come un rilancio del comparto e un tentativo di ripristinare la fiducia su queste emissioni, con una valutazione del rischio meno “irrazionale” e anche sostenuta dalla buona qualità dei prestiti stessi.

Tab. 3 – Distribuzione del controvalore delle operazioni di prestiti sindacati per origine del bookrunner e scadenza originaria del prestito (emissioni 2012, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Classi di durata originaria del prestito	Origine del bookrunner				Totale
	intermediari esteri	intermediari italiani ed esteri	intermediari italiani	dati nd.	
Fino a 1 anno		4.450,00	212,00	645,00	5.307,00
Da 1 a 3 anni	230,00	2.500,00	392,70	1.781,62	4.904,32
Da 3 a 5 anni	239,63	13.991,10	356,04	979,97	15.566,74
Da 5 a 10 anni	42,00	779,56	248,00	1.494,11	2.563,67
Da 10 a 20 anni	27,40			489,57	516,97
dati nd.		441,04		11,23	452,27
Totale	539,03	22.161,70	1.208,74	5.401,50	29.310,97

4.1.2 Le operazioni di cartolarizzazione

Come è noto, la cartolarizzazione è una operazione di finanza strutturata che consiste nella cessione di crediti o altre attività finanziarie da parte di un soggetto cd. *originator* ad una società qualificata (*special purpose vehicle*, SPV) che genera una emissione di titoli di credito.

Nel presente paragrafo si analizzano due forme tecniche di operazioni di cartolarizzazione, ovvero quelle del tipo ABS (*Asset-Backed Securities*), relative alla cessione di crediti o altre attività, e quelle del tipo MBS (*Mortgage-Backed Securities*), relative alla cartolarizzazione di mutui.

Anche in questo caso le informazioni sono estratte dal *database* Dealogic relativo alle operazioni censite sul mercato degli strumenti di debito (*Debt Capital Markets*, DCM), al cui interno sono tracciate le operazioni su ABS e MBS realizzate nel 2012 sul mercato italiano (ovvero in cui l'*originator* è italiano).

Dopo lo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni negli anni precedenti la crisi finanziaria, la dimensione del comparto è ancora molto ridotta rispetto agli anni pre-crisi. Secondo i dati dell'ultima relazione annuale Consob sul 2012, il volume delle emissioni di cartolarizzazioni negli USA si è attestato a 1.128 miliardi di euro (+3% rispetto al 2011), dei quali poco meno di 300 relativi a emissioni su mutui. La dimensione europea del comparto, invece, è di circa 131 miliardi e rispetto al 2011 si è quasi dimezzata. Nel nostro Paese si conferma il recente scarso interesse per queste operazioni, come attesta il calo dei volumi delle emissioni: tra il 2011 e il 2012 tale controvalore è passato da 11,7 a 5,7 miliardi di euro.

Tuttavia solo una piccola parte di queste emissioni è tracciata all'interno del *database* Dealogic nella forma di ABS e MBS: sulla base dei dati disponibili, infatti, il controvalore delle emissioni è pari a poco meno di 1,6 miliardi di euro, di cui circa 940 milioni su operazioni ABS e circa 640 milioni su MBS.

Nel dettaglio, si tratta di due emissioni di ABS, frazionate in otto complessive *tranche*, una assistita da un consorzio di *bookrunner* transnazionale (due banche estere e una nazionale), la seconda da un *pool* di banche estere. La cartolarizzazione su MBS riguarda invece un solo prestito, frazionato in due *tranche*, e assistito da una sola banca estera in qualità di *bookrunner*.

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) che si occupano del perfezionamento e della strutturazione dell'operazione.

Nelle successive tabelle 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.

Tab. 4 – Andamento delle quote di mercato (numero di tranche, 2004/12) – Fonte: rielaborazione propria su dati Thomson Reuters - Project Finance International

	2004		2005		2006	
	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%
Banche estere	16	59,3	55	63,2	16	61,5
Banche italiane	11	40,7	32	36,8	10	38,5
Totale	27	100	87	100,0	26	100

	2007		2008		2009	
	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%
Banche estere	57	64,0	49	67,1	25	52,1
Banche italiane	32	36,0	24	32,9	23	47,9
Totale	89	100	73	100	48	100

	2010		2011		2012	
	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%
Banche estere	41	39,8	49	51,0	24	50,0
Banche italiane	62	60,2	47	49,0	24	50,0
Totale	103	100	96	100	48	100

Tab. 5 – Andamento delle quote di mercato (controvalore delle operazioni, valori in milioni di euro, 2004/12) – Fonte: rielaborazione propria su dati Thomson Reuters - Project Finance International

	2004		2005		2006	
	Volumi	%	Volumi	%	Volumi	%
Banche estere	1.760,99	57,7	5.576,93	67,4	2.700,22	88,0
Banche italiane	1.289,98	42,3	2.701,41	32,6	368,27	12,0
Totale	3.050,97	100	8.278,34	100,0	3.068,49	100

	2007		2008		2009	
	Volumi	%	Volumi	%	Volumi	%
Banche estere	4.675,15	60,8	4.220,13	69,5	1.235,32	48,6
Banche italiane	3.010,99	39,2	1.853,74	30,5	1.304,72	51,4
Totale	7.686,14	100	6.073,87	100	2.540,04	100

	2010		2011		2012	
	Volumi	%	Volumi	%	Volumi	%
Banche estere	2.095,92	55,4	2.845,20	51,4	1.466,93	55,3
Banche italiane	1.686,86	44,6	2.693,72	48,6	1.186,34	44,7
Totale	3.782,78	100	5.538,92	100	2.653,27	100

Nel 2012 sono state realizzate 16 operazioni con controparti emittenti italiane, frazionate in 48 *tranche*, a fronte di un controvalore complessivo di circa 2,6 miliardi di euro (tabb. 4 e 5).

La quota di mercato relativa al controvalore dei finanziamenti erogati dagli intermediari esteri è pari al 62% del controvalore totale delle operazioni censite in Italia nel periodo 2004/12, ovvero 26,5 miliardi di euro su un totale erogato di poco superiore ai 42,6 miliardi. Sulla base della numerosità delle *tranche* di finanziamento erogate, la quota di mercato dei soggetti esteri è del 55% (332 *tranche* su un totale di 597). Si conferma quindi la preferenza degli operatori esteri ad intervenire in operazioni di dimensione medio/grande o, comunque, superiore alla dimensione media di quelle realizzate sul mercato italiano. Con riferimento alle operazioni segnalate nel 2012, l'importo medio delle *tranche* assistite da soggetti esteri è risultato di 61,1 milioni di euro, mentre quelle condotte da intermediari italiani è stato pari a 49,3 milioni di euro. Considerando il valor medio delle *tranche* sugli stock aggregati 2004/12, lo scarto in termini di controvalore è ancora più elevato (rispettivamente 80 e 60,7 milioni di euro).

Il 2012, risentendo ancora fortemente della congiuntura economica negativa e della limitata ripresa degli investimenti a livello interna-

zionale, ha visto un drastico calo nella dimensione del *project finance* anche in Italia. Rispetto al 2011 il numero delle *tranche* si è dimezzato, così come i volumi dei finanziamenti concessi, passati da 5,5 a 2,6 miliardi di euro. Il calo è ancora più evidente considerando il triennio pre-crisi (2005/07), quando i finanziamenti medi annui erano stati di 6,3 miliardi di euro.

La quota dei soggetti esteri è comunque risultata sempre molto significativa, a testimonianza del ruolo particolarmente importante che essi svolgono, non solo come assistenza diretta alle imprese su questa specifica forma di finanziamento, ma anche come partner degli intermediari italiani ai fini della strutturazione e dell'operazione di prodotti "ad hoc", in grado di assolvere al meglio al soddisfacimento delle esigenze finanziarie delle imprese affidate.

Tab. 6 – Classifica degli intermediari per volume delle operazioni di *project finance* realizzate nel 2012 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	498,45	18,8
2	Crédit Agricole	274,36	10,3
3	ING	207,43	7,8
4	Société Générale	198,24	7,5
5	BNP Paribas	198,24	7,5
6	Mediobanca	198,24	7,5
7	Intesa San Paolo	176,92	6,7
8	BBVA	171,23	6,5
9	Cassa Depositi e Prestiti	138,08	5,2
10	Centrobanca	86,40	3,3
	Altri intermediari esteri	417,42	15,7
	Altri intermediari italiani	88,26	3,3
	Totale	2.653,27	100

L'analisi delle operazioni più significative realizzate nel corso del 2012 conferma un trend di cui si è già dato conto nel Rapporto AIBE 2012: considerando il controvalore delle operazioni dichiarate per singolo intermediario, le banche estere mantengono posizioni di rilievo nella classifica per volumi intermediati, con una quota del 39,6% del mercato italiano del *project finance* nel 2012. Nelle prime 10 posizioni

sono presenti 5 operatori esteri, tutti di provenienza comunitaria: essi detengono altresì una quota di mercato pari al 71,5% rispetto alla operatività complessiva degli intermediari stranieri, ovvero al controvalore da questi generato.

Tab. 7 – Distribuzione delle operazioni di project finance sul mercato italiano per settore e provenienza geografica dell'intermediario (2012, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Thomson Reuters - Project Finance International

Settore	Operazioni realizzate nel 2012			per memoria: Distrib. % ctvl. operazioni 2002/11
	Ctvl. intermediari esteri	Ctvl. intermediari italiani	%	
Energia	1.006,47	799,12	68,1	57,0
Infrastrutture	460,46	387,22	31,9	6,7
Trasporti				10,6
Telecomunicazioni				10,2
Petrolio e Gas				7,1
Altri settori				6,8
dati nd.				1,1
Totale	1.466,93	1.186,34	100	100

Nel corso del 2012 si è registrata una scarsa diversificazione intersettoriale dei finanziamenti. Infatti, i finanziamenti sono stati destinati ad imprese per progetti relativi al comparto dell'energia e a quello delle infrastrutture (tab. 7).

Sulla base delle informazioni contenute del *database* PFI, sono state ricostruite – mediante aggregazione delle singole *tranche* – le operazioni realizzate nell'ultimo anno. Le 16 operazioni censite sono state analizzate per dimensione e per provenienza geografica del *pool* di *lead arranger* coinvolti. Tali operazioni evidenziano come il mercato sia risultato piuttosto concentrato, beneficiando della realizzazione di una sola grande operazione (Edipower) – di importo pari a circa 1,2 miliardi di euro – che da sola, ha costituito poco meno del 50% del mercato. Ne consegue che le prime 5 operazioni hanno rappresentato l'83,6% del controvalore dei prestiti, percentuale che sale al 97,3% se estendiamo la nostra analisi alle prime 10. 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 4 casi su 10, mentre tre operazioni sono state interamente gestite da intermediari esteri. Sulla base di tale criterio di aggregazione del controvalore intermediato, la quota di mercato detenuta dai soggetti esteri può essere stimata attorno all'87%.

4.2 Private equity e venture capital

Secondo alcuni dati Banca d'Italia rielaborati dall'Ufficio Studi di Intesa Sanpaolo, le imprese italiane reperiscono il 70% dei finanziamenti tramite il canale bancario, una percentuale ben superiore alle imprese francesi (39%) e tedesche (45%).

E' evidente come questo dato suggerisca la necessità per le imprese italiane di ridurre la dipendenza dal finanziamento bancario, soprattutto in un contesto di crisi che ha portato un significativo *credit crunch*, indotto anche dall'inasprimento dei requisiti patrimoniali a fini di vigilanza. La diversificazione delle fonti, di cui potrebbero beneficiare le imprese sia per importi e forme tecniche sia per livello di *pricing*, deve così necessariamente passare, nel nostro Paese, per lo sviluppo di forme di finanziamento alternative al credito bancario.

Tra queste riveste importanza – come sottolineato anche in un recente rapporto del Centro Studi di Confindustria – il mercato del *venture capital* e del *private equity*: i dati riportati – su elaborazioni di dati AIFI – segnalano come la crisi abbia inciso pesantemente sullo sviluppo di tale mercato¹. Dopo un decennio, tra il 1997 e il 2008, che aveva visto una graduale crescita dei fondi raccolti dalle società investitrici e dell'ammontare investito in imprese italiane, fino a toccare il picco di 5,5 miliardi di euro investiti nel 2008, già dal 2009 si è avuta una brusca flessione della raccolta e degli investimenti. Nel 2011 i disinvestimenti hanno raggiunto i 3,2 miliardi di euro.

Rispetto ad economie comparabili, il mercato italiano è molto meno sviluppato, con flussi di nuovi capitali investiti ben inferiori rispetto a Germania e Francia.

Nel 2012, i dati AIFI testimoniano una crescita dei capitali raccolti, da 1.049 milioni di euro del 2011 a 1.355 milioni di euro del 2012 (+29%); a questi vanno poi aggiunti 582 milioni di euro provenienti

¹ Brunori F., Carlini V., Rapacciuolo C., “Nuova finanza per le imprese: più capitale, più bond e strumenti innovativi per le PMI”, Centro Studi Confindustria, n° 4, 4 maggio 2013.

dagli operatori internazionali con base in Italia (tab. 8). Il totale dei capitali raccolti resta comunque inferiore ai 2 miliardi di euro e, soprattutto, in calo del 9,8% rispetto al 2011 e ben al di sotto dei volumi pre-crisi. Il maggior calo è dovuto alla minore raccolta proprio dagli operatori internazionali, il cui contributo si è ridotto di poco meno del 50% in valore (da 1.098 a 582 milioni) e di circa 21 punti percentuali come incidenza rispetto al totale dei capitali raccolti.

I dati AIFI monitorano l'attività di 163 operatori, 8 in meno rispetto al 2011: il numero degli operatori internazionali monitorati è rimasto invariato e pari a 49 unità (30%).

Tab. 8 – Evoluzione dei capitali raccolti (2007/12, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati AIFI

	2007		2008		2009	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Raccolta indipendente	2.337	40,5	1.750	32,7	785	37,7
Capitale fornito dalla capogruppo	515	8,9	476	8,9	169	8,1
Capital gains	182	3,2	46	0,9	3	0,1
Totale raccolta (a)	3.028	52,5	2.267	42,4	957	46,0
Operatori internaz. con base in Italia (b)	2.742	47,5	3.074	57,6	1.123	54,0
Totale capitali raccolti (a+b)	5.770	100	5.341	100	2.080	100

	2010		2011		2012	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Raccolta indipendente	1.903	62,7	695	32,4	947	48,9
Capitale fornito dalla capogruppo	284	9,4	354	16,5	407	21,0
Capital gains	0	-	0	-	1	0,1
Totale raccolta (a)	2.187	72,0	1.049	48,9	1.355	70,0
Operatori internaz. con base in Italia (b)	849	28,0	1.098	51,1	582	30,0
Totale capitali raccolti (a+b)	3.036	100	2.147	100	1.937	100

Il trend della raccolta degli operatori internazionali con base in Italia si conferma piuttosto negativo negli ultimi anni, riflettendo soprattutto l'onerosità della raccolta di fondi dalle banche in termini patrimoniali e, anche se in misura minore, l'attrattiva del mercato del capitale di rischio in Italia e quello delle imprese italiane.

I fondi pan-europei ricoprono un ruolo fondamentale, grazie alla significativa dimensione degli investimenti realizzati, soprattutto in imprese del "Made in Italy". Un recente quaderno AIFI² ha analizzato i

² Diviach M., Fusaro G. e Muzio A., "Il ruolo dei fondi pan europei nel mercato italiano del private equity", AIFI, Quaderni sull'Investimento nel Capitale di Rischio, n° 33, febbraio 2013.

dati e l'operatività di 44 operatori internazionali attivi in Italia: 22 di questi provengono dal Regno Unito, 11 dagli USA, 6 dalla Francia.

Coerentemente con l'elevato ammontare di risorse gestite da tali fondi a livello mondiale, il loro primario interesse è rivolto, anche nel nostro Paese, ad imprese di grande dimensione: nell'arco di tempo tra il 2006 e il primo semestre 2012, infatti, oltre un terzo degli investimenti realizzati nel nostro Paese si è rivolto in imprese con oltre 250 milioni di euro di fatturato.

Sul medesimo orizzonte temporale, per quanto attiene all'analisi settoriale degli investimenti, i comparti dei beni e servizi industriali, dei beni di consumo e dei *media & entertainment* sono quelli privilegiati, al cui interno si concentra circa il 40% delle operazioni realizzati dai fondi pan-europei.

La raccolta indipendente (tab. 9), pur evidenziando una forte volatilità nel periodo oggetto di indagine, ha presentato nel 2012 volumi in crescita rispetto al 2011, da 695 a 947 milioni di euro, per effetto del maggior contributo dagli operatori italiani. In effetti la raccolta indipendente estera è scesa da 143 a 104 milioni di euro, rappresentando – nel 2012 – solo l'11% della raccolta indipendente.

Tab. 9 – Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti (raccolta indipendente, 2007/12, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati AIFI

	2007		2008		2009	
	Valore	%	Valore	%	Valore	%
Raccolta indipendente	2.337	100	1.750	100	785	100
di cui: Italia	996	42,6	1.436	82,1	530	67,5
di cui: estero	1.341	57,4	314	17,9	255	32,5
	2010		2011		2012	
	Valore	%	Valore	%	Valore	%
Raccolta indipendente	1.903	100	695	100	947	100
di cui: Italia	1.864	98,0	552	79,4	843	89,0
di cui: estero	39	2,0	143	20,6	104	11,0

All'interno della raccolta indipendente, la componente bancaria ha rappresentato la più importante forma di raccolta (34,9% del totale), di poco superiore a quanto proviene dai fondi di fondi (33,6%): il suo peso percentuale è cresciuto di oltre 7 punti nell'ultimo anno, ma questa crescita è relativa solamente a raccolta domestica. Rispetto al 2011,

quindi, la raccolta bancaria di provenienza geografica estera si è praticamente azzerata. Il contributo internazionale, tuttavia, resta rilevante nell'ambito delle società di *private equity* (93% dei capitali raccolti da tale fonte), dei fondi di fondi (43%) e, soprattutto, delle assicurazioni (100%).

Tab. 10 – Evoluzione della composizione della raccolta indipendente per fonte e provenienza geografica (2005/12, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati AIFI

Fonti di raccolta indipendente	2005/08			2009/12		
	Italia	Estero	Totale	Italia	Estero	Totale
Banche	1.115	317	1.432	1.300	35	1.335
Fondi di fondi	60	1.510	1.570	480	243	723
Fondi pensione	224	259	483	332	66	398
Assicurazioni	268	173	441	328	45	373
Società di private equity	nd.	nd.	nd.	188	76	264
Altre fonti			2.508			1.237
Totale			6.434			4.330

Come evidenziato dai dati AIFI, proseguono le difficoltà nell'attrarre capitali dall'estero e nel confronto tra gli ultimi due quadrienni (2005/08 e 2009/12) emerge come il peso degli investitori istituzionali esteri si sia ridotto (tab. 10). Tra il 2005 e il 2008 banche, assicurazioni e fondi esteri avevano contribuito al 35% della raccolta complessiva (circa 2,2 miliardi di euro su 6,4 raccolti nel periodo), percentuale scesa a meno del 9% nel quadriennio 2009/12 (389 milioni di euro su 4,3 miliardi di raccolta).

L'effetto della crisi è peraltro evidente considerando anche gli investimenti realizzati dagli operatori internazionali: nell'ultimo quadriennio sono state realizzate in media 21 operazioni all'anno (29 nel periodo 2005/08) e di importo unitario medio significativamente ridotto (da 81 a 72 milioni di euro). Nel 2012, in particolare, gli operatori internazionali hanno realizzato in media 20 operazioni, di taglio medio unitario pari a circa 66,3 milioni di euro.

Il contesto macroeconomico e le incertezze sul nostro Paese continuano a pesare sul *private equity* e come testimoniato in sede di presentazione dei dati AIFI l'attività di raccolta stenta a ripartire, sebbene alcuni segnali facciano intravedere un cambiamento di rotta, che dovrà necessariamente essere consolidato mediante la capacità di attrarre investitori, soprattutto di dimensione internazionale. A tal fine, AIFI ha

elaborato un documento di discussione contenente una serie di proposte per il sistema ed il settore, per favorire l'attività di investimento (soprattutto dall'estero) e far ripartire il mercato³.

AIFI, con numerosi partner istituzionali, ha elaborato un "Memorandum d'Intesa" per l'attuazione di un programma di interventi volto a favorire l'accesso delle medie imprese italiane al mercato del capitale di rischio. Tra i vari strumenti di attuazione e impegni delle parti, merita menzione in questa sede la promozione della partecipazione del Fondo di fondi da parte di *player* finanziari, fra cui anche investitori istituzionali esteri interessati ad investire sul mercato azionario italiano⁴.

Anche i recenti incontri di AIFI con la comunità finanziaria internazionale dimostrano come, nonostante gli ostacoli che permangono su vari fronti, la sfiducia verso l'Italia si sia attenuata e i capitali esteri possono tornare, attratti anche da quelle opportunità di nicchie e di distretti di eccellenza che sono presenti nel nostro Paese⁵.

Sulla base delle attese che emergono dalla *survey* periodica di Deloitte sul mercato del *private equity* in Italia, l'efficacia delle politiche e delle azioni che potranno essere intraprese – a livello sia normativo e regolamentare, sia operativo – potrà "sbloccare" l'evoluzione del mercato. In particolare, secondo l'ultima *survey* di Deloitte (riferita alle attese sul I semestre 2013), circa i 3/4 degli operatori intervistati ha aspettative di stabilità sugli attuali livelli della congiuntura economica e sulle attuali condizioni del mercato italiano del *private equity e venture capital*, a proposito del quale ci si attende che gli effetti negativi della crisi possano propagarsi ancora per i prossimi 12-18 mesi⁶.

³ AIFI, "Documento propositivo per il nuovo Parlamento", marzo 2013.

⁴ I sottoscrittori del "Memorandum d'Intesa" sono Consob, ABI, AIFI, Assirevi, Assogestioni, Assosim, Borsa Italiana, Confindustria, Fondo Italiano d'Investimento e Fondo Strategico Italiano.

⁵ Degli Innocenti N., "Nella City sfilata il private equity italiano", Il Sole 24 Ore, 29 maggio 2013, pag. 34.

⁶ Deloitte, "Italy Private Equity Confidence Survey. Outlook per il primo semestre 2013", Financial Advisory Services, n° 1, 2013.

4.3 Le operazioni di Merger & Acquisition

Secondo i dati emersi nel “*Rapporto Mergers & Acquisitions*” di KPMG nel 2012, a livello mondiale, sono state chiuse oltre 28.500 operazioni (circa 1.500 in meno rispetto al 2011) per un controvalore complessivo di circa 2.000 miliardi di dollari, in calo del 13% rispetto all’anno precedente⁷.

Il mercato mondiale dell’M&A sembra quindi riflettere, nei suoi dati, un andamento piuttosto discontinuo e senza una direzione precisa, ancora fortemente influenzato dal clima recessivo e di incertezza che tocca le principali economie mondiali. In tale quadro non fanno eccezione i dati sul mercato italiano dell’M&A: le 340 operazioni completate (+11 rispetto al 2011) per un controvalore di 26 miliardi di euro (–8%) ne evidenziano le debolezze già emerse negli ultimi anni. Sul risultato italiano ha inciso fortemente l’attività della Cassa Depositi e Prestiti che si è posizionata, con i suoi 12 miliardi di euro di investimenti, quale primario *player* nel panorama domestico dell’M&A.

Il mercato italiano è piuttosto concentrato: circa l’80% del controvalore generato è ascrivibile alle prime 20 operazioni, polverizzando così il restante 20% su un numero di operazioni di taglio medio notevolmente più contenuto.

Nel presente paragrafo si analizza il posizionamento degli operatori esteri, in qualità di *advisor*, nel mercato italiano dell’M&A nel 2012, sulla base dei dati estratti dal *database* Dealogic. Analogamente a quanto già realizzato nelle precedenti pubblicazioni, la quota di mercato dei soggetti esteri nella prestazione di servizi di consulenza e assistenza alle imprese *target* o acquirenti ai fini della realizzazione della transazione verrà desunta in base alla provenienza geografica degli intermediari (*stand alone* o in *pool*) e rispetto al controvalore dell’operazione (*deal value*).

Il controvalore delle operazioni censite nel *database* Dealogic è pari a 36,6 miliardi di euro, a fronte di 797 *tranche* di operazioni di M&A: la valorizzazione della transazione era disponibile per 312 *tranche* e per 102 di queste era disponibile almeno una informazione sugli *advisor* (ruolo e denominazione, al fine di tracciarne l’origine geografica).

⁷ KPMG, “*Rapporto Mergers & Acquisitions. In cerca di una direzione: il mercato aspetta segnali di ripresa. Anno 2012*”, KPMG Corporate Finance, maggio 2013.

Tab. 11 – Distribuzione del controvalore (*deal value*) delle operazioni di M&A per origine del *target advisor* e dell'*acquiror advisor* (2012, volumi in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Origine target advisor parent	Origine acquiror advisor parent								Totale	
	estera		italiana e estera		italiana		dati nd.			
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
estera	6,6	18,0	1,9	5,2	0,7	1,9	1,2	3,2	10,4	28,4
italiana e estera	9,3	25,4	2,9	8,0	0,1	0,2	0,5	1,3	12,8	34,9
italiana	0,6	1,7	-	-	-	-	0,2	0,6	0,8	2,3
dati nd.	2,3	6,3	0,4	1,0	0,2	0,7	9,7	26,4	12,6	34,4
Totale	18,9	51,5	5,2	14,2	1,0	2,8	11,5	31,5	36,6	100

Come evidenziato nel Rapporto AIBE 2012, sono piuttosto diffuse le operazioni “ibride”, in cui almeno un *advisor* è estero: nel 2012 questa condizione si è verificata per 94 *tranche* sulle 312 valorizzate, alle quali corrisponde un controvalore di 26,5 miliardi (72% del totale del mercato dell’M&A in Italia nel 2012).

Le operazioni più rilevanti sono state assistite, di norma, da almeno un *advisor* estero.

Tramite le informazioni contenute nel *database* Dealogic, abbiamo analizzato la composizione dei settori di operatività delle *target company* e delle *acquiror company*, distinguendo in entrambi i casi la provenienza geografica degli *advisor*.

Nella successiva tab. 12 si riporta l’incrocio tra il settore economico di operatività della *target company* e la provenienza geografica del *target advisor*. I volumi più significativi sono stati realizzati in operazioni di M&A in cui la *target company* apparteneva ai settori *Utility & Energy*, *Finance* e *Construction/Building* (21,5 miliardi di euro, 58,7% del totale). Con riferimento all’operatività dei soggetti esteri, i *target advisor* esteri hanno offerto servizi di consulenza e assistenza soprattutto ad imprese operanti in ambito finanziario-assicurativo, nel settore delle costruzioni e *Utility & Energy* (6,2 su 10,4 miliardi di euro di controvalore per operazioni assistite solo da *advisor* esteri). Nel caso in cui l’impresa *target* sia stata assistita da un *pool* di *advisor* italiani ed esteri, si è trattato quasi esclusivamente di imprese del settore *Utility & Energy*.

Tab. 12 – Distribuzione del controvalore (deal value) delle operazioni di M&A per settore di operatività dell'impresa target e per origine geografica del target advisor (2012, primi 10 settori, valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Settore di operatività della target company	Origine target advisor parent										Totale settore (a)			
	estera		italiana e estera				italiana				dati nd.		Ctvl.	% su totale
	Ctvl.	% su (a)	% su tot. esteri	Ctvl.	% su (a)	Ctvl.	% su (a)	% su tot. italiani	Ctvl.	% su (a)	% su tot. dati nd.			
Finance	2,4	46,1	23,1	0,2	3,2	1,3	0,3	5,8	38,0	2,3	44,9	18,6	5,2	14,2
Construction/Building	1,7	41,8	16,0	0,3	8,1	2,5				2,0	50,2	15,9	4,0	10,9
Utility & Energy	1,4	11,0	13,0	10,4	84,7	81,3				0,5	4,3	4,2	12,3	33,6
Insurance	0,8	83,1	7,8							0,2	16,9	1,3	1,0	2,7
Retail	0,7	88,2	6,5							0,1	11,8	0,7	0,8	2,1
Transportation	0,6	64,1	6,2	0,1	5,4	0,4				0,3	30,5	2,4	1,0	2,7
Dining & Lodging	0,6	99,1	5,8							0,0	0,9	0,0	0,6	1,7
Mining	0,4	98,9	3,9							0,0	1,1	0,0	0,4	1,1
Oil & Gas	0,4	13,9	3,8							2,5	86,1	19,7	2,9	7,9
Food & Beverage	0,3	84,3	3,2							0,1	15,7	0,5	0,4	1,1
Altri settori	1,1	13,9	10,8	1,8	22,9	14,5	0,5	6,1	62,0	4,6	57,1	36,7	8,1	22,1
Totale	10,4	28,5	100	12,8	35,0	100	0,8	2,2	100	12,6	34,4	100	36,6	100

La medesima analisi riprodotta per analizzare settore della *target company* e origine dell'*acquiror advisor* non presenta sostanziali differenze rispetto al quadro contenuto nella tab. 12. Gli *advisor* esteri assistano in via esclusiva imprese appartenenti, per lo più, ai settori *Utility & Energy*, *Finance*, *Auto/Truck* e *Construction/Building*: a questi quattro settori è riconducibile un controvalore di circa 14,7 miliardi di euro, ovvero il 78% del controvalore ascrivibile all'operatività di soli *advisor* esteri.

Indicazioni simili si ricavano dall'incrocio del settore economico dell'*acquiror company* con l'origine geografica degli *advisor*.

Poiché l'informazione sui settori economici di appartenenza delle imprese all'interno del *database* Dealogic è completa, abbiamo anche incrociato tali dati – sulla base del controvalore della *tranche* – al fine di verificare le caratteristiche delle operazioni di M&A e, in particolare, se si tratta di *deal* intra-settoriali ovvero realizzati coinvolgendo *bidder* e *target company* appartenenti a due settori differenti.

Il risultato è sintetizzato nella successiva tab. 13. La quota più rilevante delle transazioni è di tipo intra-settoriale: considerando la totalità dei settori, le operazioni di M&A di questo tipo hanno generato un controvalore di circa 20,2 miliardi di euro, ovvero il 55% del totale. Limitando l'analisi ai primi 10 settori (tab. 13), tale percentuale scende al 52% (18,9 miliardi di euro), dando comunque evidenza di una operatività sostanzialmente concentrata su pochi settori che hanno trainato il mercato italiano dell'M&A nel 2012, favorendo processi significativi di aggregazione e concentrazione. Infatti, il peso delle operazioni intra-settoriali nei primi 3 settori (*Utility & Energy*, *Finance* e *Construction/Building*) è pari al 40% del totale (14,6 miliardi di euro).

Tab. 13 – Distribuzione del controvalore (deal value) delle operazioni di M&A per settore di operatività della target company e dell'acquirer company (2012, primi 10 settori per controvalore, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Settore di operatività della target company	Settore di operatività dell'acquirer company										Totale	
	Utility & Energy	Finance	Construction/ Building	Oil & Gas	Auto/Truck	Transportation	Machinery	Insurance	Metal & Steel	TLC		Altri settori
Utility & Energy	8.097,2	3.953,1	18,7	157,0							50,0	12.276,0
Finance		4.618,4									592,6	5.211,1
Construction/Building	104,1	1.794,3	1.876,7			20,0		53,0			190,0	3.978,1
Oil & Gas		2.476,7		400,0							0,0	2.876,7
Auto/Truck		432,7			1.175,0						88,9	1.696,6
Transportation		333,9				288,0	374,0				47,5	1.044,3
Machinery	29,1	143,0			285,0	474,9					59,7	991,7
Insurance		62,4						837,5			80,5	980,5
Metal & Steel		248,7	107,0	104,4		3,0		430,3			0,0	893,5
TLC		72,9						8,2			787,3	869,9
Altri settori	1,6	2.532,2	64,0	0,0	0,7	0,0	0,0	133,1	117,9	596,4	2.358,6	5.804,5
Totale	8.232,0	16.608,2	2.066,5	661,4	1.460,7	289,0	871,9	978,8	601,3	1.383,6	3.469,3	36.622,7

Sulla base delle informazioni ricavate dal Rapporto KPMG relative alle prime 10 operazioni per controvalore, abbiamo incrociato la natura e la provenienza geografica degli *advisor* (*database* Dealogic), al fine di verificare se gli intermediari esteri detengono quote di mercato di rilievo nelle transazioni di importo più significativo (tab. 14).

Con riferimento alle prime 10 operazioni realizzate sul mercato italiano dell'M&A nel 2012, si conferma il ruolo molto importante svolto dagli *advisor* esteri. Essi hanno assistito le imprese *target*, da soli o in *pool* con operatori nazionali, per 7 delle prime 10 operazioni, che hanno espresso oltre l'80% del controvalore. I dati sono sostanzialmente analoghi esaminando la provenienza geografica e il ruolo degli *acquiror advisor*: sono stati coinvolti in 6 delle prime 10 operazioni, cui è ascrivibile un controvalore di circa l'84% del totale.

Tab. 14 – Distribuzione del controvalore (*deal value*) delle prime 10 operazioni di M&A per provenienza geografica e ruolo degli *advisor* (2012, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic e Rapporto KPMG

Controvalore delle prime 10 operazioni	Target advisor		Acquiror advisor	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%
con financial advisor estero	8.135,00	47,1	12.014,16	69,6
con financial advisor italiani ed esteri	6.089,86	35,3	2.484,00	14,4
con advisor estero con altro ruolo	758,30	4,4	-	-
con advisor italiano con altro ruolo	-	-	-	-
dati nd.	2.270,38	13,2	2.755,38	16,0
Totale	17.253,54	100	17.253,54	100

E', infine, interessante rilevare che nella classifica della prime 10 operazioni per controvalore sono presenti 6 operazioni *cross-border* estero su Italia, il cui peso rappresenta il 30% del controvalore delle prime 10 operazioni, visto che nel 2012 le due operazioni più significative sono state realizzate in ambito domestico (gli acquisti di SACE SpA e Snam SpA da parte di Cassa Depositi e Prestiti SpA, perfezionatisi per un controvalore complessivo di circa 9,5 miliardi di euro).

Anche il Rapporto KPMG rileva come “il perdurare della fase recessiva dell'economia italiana” e “l'incertezza sulle prospettive di ripresa nel biennio 2013-2014, soprattutto per l'andamento negativo

della domanda interna e le difficoltà nell'accesso al credito⁸ pesano sulle reali possibilità di una ripresa del comparto italiano dell'M&A per il 2013. Tuttavia l'annuncio di alcune operazioni verso la fine del 2012 sembra segnalare un ritrovato clima di fiducia, soprattutto da parte degli operatori esteri rispetto agli investimenti in Italia. Anche il *private equity*, inoltre, potrà costituire un valido strumento e svolgere un ruolo importante per attirare capitali esteri in Italia.

⁸ KPMG (2013), “Rapporto Mergers & Acquisitions. In cerca di una direzione: il mercato aspetta segnali di ripresa. Anno 2012”, KPMG Corporate Finance, maggio, pag. 63.

CAPITOLO 5. CONSULENZA E OPERATIVITA’ SUI MERCATI DEI CAPITALI E SU STRUMENTI DERIVATI

Uno dei servizi più importanti offerti dalle banche estere alle imprese italiane è quello di “accompagnamento” sui mercati internazionali ai fini dell’attività di emissione di strumenti finanziari e raccolta di capitale, sia sotto forma di capitale di debito, sia di tipo *equity*.

L’attività di *advisory* è stata analizzata sul base del ruolo di *bookrunner* ricoperto dagli intermediari finanziari esteri con riferimento alla strutturazione e al perfezionamento dell’operazione di collocamento.

Nel presente capitolo esamineremo il ruolo di *advisor* degli operatori esteri e le quote di mercato da questi detenute con riferimento alle emissioni sui mercati dei capitali (di debito e di rischio), alle negoziazioni all’ingrosso su MTS e al dettaglio sui mercati *cash* e *Idem* e all’operatività su strumenti derivati sul mercato italiano.

5.1 L’attività delle banche estere nei Debt Capital Markets

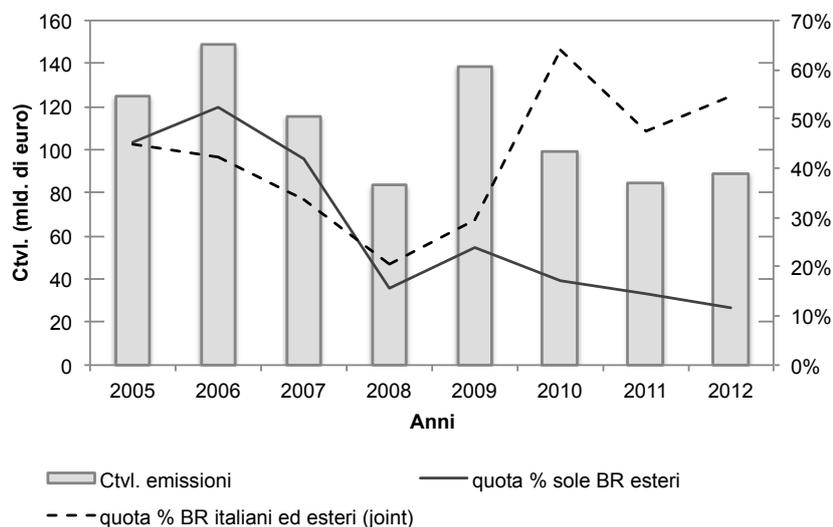
Per stimare la quota di mercato dei *bookrunner* esteri abbiamo estratto le informazioni dal *database* Dealogic su DCM relativamente alle caratteristiche dei collocamenti, fra cui: emittenti, forma tecnica, importi, composizione e ruoli degli intermediari preposti al collocamento.

I dati sul 2012 danno conto di un controvalore complessivo delle emissioni riconducibili ad emittenti italiani pari a 89 miliardi di euro, relativi a 154 operazioni (articolate, a loro volta, in 177 *tranche* complessive). Sulla base dell’indicazione geografica relativa al cd. *bookrunner parent* possiamo stimare come l’operatività degli intermediari esteri si confermi molto significativa, in linea con gli anni precedenti. Nel 2012 *bookrunner* esclusivamente esteri hanno assistito emittenti italiani per il collocamento di prestiti per un controvalore di 10,4 miliardi di euro (pari al 12% del totale), cui si aggiungono 48,6 miliardi (55% del totale) relativi all’operatività congiunta con banche nazionali. Possiamo quindi stimare attorno al 67% la penetrazione dei soggetti esteri nel mercato italiano delle emissioni di debito. Nel periodo 2001/11, pur non potendo confrontare direttamente i valori assoluti per la

diversa modalità di estrazione dei dati in Dealogic, la quota media complessiva dei soggetti esteri era risultata pari al 75% del controvalore delle emissioni effettuate con esplicita indicazione del *bookrunner*, di cui poco più della metà relativa a collocamenti congiunti con operatori nazionali.

Come evidenziato nella fig. 1, negli ultimi anni il trend delle emissioni è stato piuttosto volatile, così come la quota di partecipazione dei soggetti esteri. Nell'ultimo triennio il controvalore delle emissioni è rimasto al di sotto dei volumi pre-crisi.

Fig. 1 – Distribuzione del controvalore annuo delle emissioni su DCM di emittenti italiani (2005/12, valori in miliardi di euro) e quote dei bookrunner per origine geografica (in %, scala di dx.) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic



Nel 2012 la quota più rilevante dei collocamenti ha riguardato prestiti di emittenti del settore *Finance* (29,5 miliardi di euro, 33% del totale), prestiti governativi (27,7 miliardi, 31%) e collocamenti di imprese del settore *Utility & Energy* (15,3 miliardi, 17%). Con l'esclusione dei collocamenti governativi – assistiti quasi esclusivamente da consorzi formati da sole banche nazionali –, i settori più rappresentati sul totale delle emissioni sono anche quelli ove maggiore è il coinvolgimento degli intermediari esteri, sia come unici *bookrunner*, sia in *pool* con banche nazionali (tab. 1).

L'operatività dei *bookrunner* esteri è risultata per lo più concentrata in tre settori (*Finance, Utility & Energy* e *Auto/Truck*); nel caso di *tranche* collocate e assistite da *bookrunner* transnazionali i settori più rappresentati sono *Finance, Utility & Energy* e *Telecommunications*.

Gli operatori esteri hanno collocato, in via esclusiva, poco meno dei 3/4 dei collocamenti di emittenti appartenenti al settore *Auto/Truck* e circa 1/6 di quelli nei settori *Utility & Energy* e *Finance*, per un controvalore complessivo nei tre comparti di 9,7 miliardi di euro, ovvero circa il 93% della loro operatività complessiva.

I consorzi transnazionali (con almeno un *bookrunner* estero e uno nazionale) hanno collocato almeno il 90% dei prestiti di emittenti dei settori *Telecommunications, Insurance* e *Oil & Gas*, oltre a mantenere posizioni rilevanti, come già accennato, nei settori più rappresentati (*Utility & Energy*, con l'83% del controvalore dei collocamenti, e *Finance*, con una quota del 68%).

Tab. 1 – Distribuzione del controvalore dei prestiti su DCM con emittenti italiani, per origine geografica del bookrunner e settore di appartenenza dell'emittente (2012, primi 8 settori per controvalore totale, valori in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Settore industriale di appartenenza dell'emittente	Origine geografica bookrunner parent														
	intermediari esteri				intermediari italiani ed esteri				intermed. italiani				Totale settore (a)		
	Ctvl.	% su (a)	% su tot. esteri	#	Ctvl.	% su (a)	% su tot. Italiani e esteri	#	Ctvl.	% su (a)	Ctvl.	#	Ctvl.	% su totale	#
Finance	4,85	16,5	46,7	1	20,00	67,9	41,2	1	4,61	29,46	33,0	1	29,46	33,0	1
Government	0,44	1,6	4,2	4	1,74	6,3	3,6	7	25,54	27,72	31,1	2	27,72	31,1	2
Utility & Energy	2,59	16,9	24,9	2	12,75	83,1	26,2	2	15,34	15,34	17,2	3	15,34	17,2	3
Telecommunications					4,00	100,0	8,2	3	4,00	4,00	4,5	4	4,00	4,5	4
Construction/Building	2,26	72,7	21,8	3	3,10	98,9	6,4	4	0,04	3,14	3,5	5	3,14	3,5	5
Auto/Truck					0,85	27,3	1,7	8	3,11	3,11	3,5	6	3,11	3,5	6
Insurance					2,00	100,0	4,1	5	2,00	2,00	2,2	7	2,00	2,2	7
Oil & Gas	0,07	3,8	0,7	6	1,75	96,2	3,6	6	1,82	1,82	2,0	8	1,82	2,0	8
Altri settori	0,18	7,0	1,7		2,40	93,0	4,9		2,58	2,58	2,9		2,58	2,9	
Totale 2012	10,38	11,6	100	100	48,59	54,5	100	100	30,19	89,16	100	100	89,16	100	100

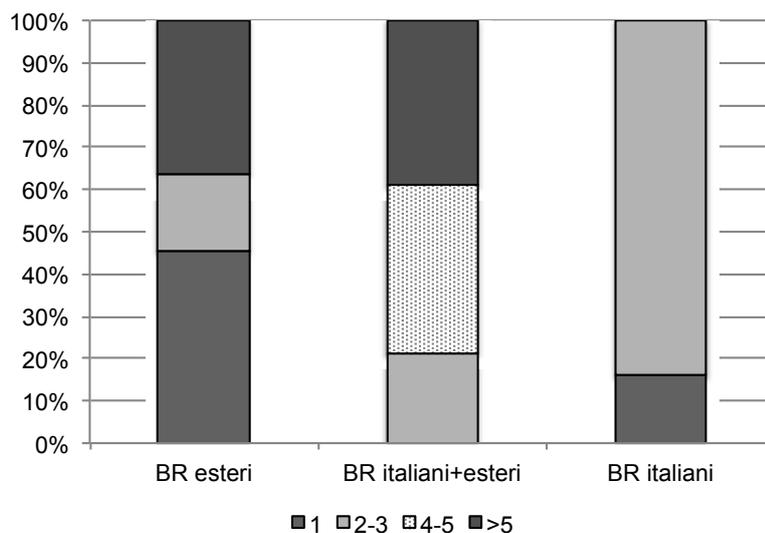
Nota: i settori sono ordinati per controvalore totale. Nelle colonne con l'intestazione “#” è riportata la posizione ordinale del singolo settore rispetto al controvalore collocato, rispettivamente, da intermediari esteri e intermediari italiani ed esteri e al totale del mercato.

Con riferimento alla forma tecnica del collocamento, le emissioni 2012 si sono polarizzate su due principali forme: *corporate bond* di elevata qualità (cd. *Investment Grade*) e emissioni governative centrali o pubbliche amministrazioni locali (*Sovereign, Local Authority*).

Le emissioni *corporate* (44,4 miliardi di euro di controvalore) sono state collocate per il 90% da *bookrunner* italiani ed esteri uniti in consorzi internazionali; viceversa, la quota di mercato degli operatori esteri nelle emissioni governative è pari all'8% circa: infatti 25,5 miliardi di euro – su un totale di 27,7 miliardi – sono stati collocati solo da *bookrunner* nazionali.

La quota di mercato degli intermediari esteri (da soli o congiuntamente con operatori nazionali) è elevata in termini percentuali – anche se i volumi sono modesti – per le emissioni di ABS, *corporate bond* con rendimenti speculativi (*High Yield*) e obbligazioni garantite (*Covered Bond*).

Fig. 2 – Distribuzione % del controvalore per numerosità e provenienza geografica dei *bookrunner* (2012) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic



E' interessante osservare anche la distribuzione per numerosità dei *bookrunner*: come evidenziato nella fig. 2, circa il 45% delle emissioni assistite esclusivamente da *bookrunner* esteri hanno visto protagonista un *sole bookrunner* (4,7 miliardi di euro su un totale di 10,4), mentre le rimanenti emissioni sono state assistite da consorzi più numerosi (19%

delle emissioni con 2-3 *bookrunner* esteri, 36% con oltre cinque *bookrunner*).

Considerando invece i consorzi transnazionali, la quota più rilevante è appannaggio di consorzi formati da almeno 4 *bookrunner* (38,2 miliardi di euro su un totale di 48,6 miliardi, ovvero una quota di mercato di circa il 79%).

La distribuzione per importi (intero *deal*) evidenzia il peso rilevante dei prestiti di maggiore dimensione: il controvalore nominale delle prime 10 emissioni è pari a circa 40,5 miliardi di euro, ovvero il 45% del totale; la quota delle prime 20 sale al 59% (52,2 miliardi di controvalore).

Analizzando invece la distribuzione per controvalore delle singole *tranche* e la provenienza geografica dei *bookrunner*, si evidenzia come le prime 10 *tranche* per controvalore (37,8 miliardi, pari al 42% del totale) siano state collocate tramite consorzi in cui i soggetti esteri sono stati presenti in 8 casi su 10, sempre all'interno di *pool* transnazionali (12,5 miliardi di controvalore, pari al 33% dell'importo delle prime 10 *tranche*). Peraltro i primi due collocamenti sono emissioni governative e hanno avuto l'assistenza esclusiva di *bookrunner* nazionali. La presenza dei soggetti esteri sale a 18 collocamenti sulle prime 20 *tranche*, sempre all'interno di consorzi internazionali, per il collocamento di 23,5 miliardi, ovvero il 48% del controvalore riconducibile alle prime 20 *tranche*.

Tab. 2 – Distribuzione del controvalore (*tranche value*) per classe dimensionale e origine geografica del *bookrunner* (2012, valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Classi dimensionali delle tranche di prestito	Origine geografica <i>bookrunner</i> parent			Totale
	intermediari esteri	intermed. italiani ed esteri	intermediari italiani	
fino a 10 milioni	0,02		0,06	0,08
10-100 milioni	1,20		0,96	2,17
100-500 milioni	3,49	6,85	3,10	13,44
500 mln.-1 mld.	3,67	19,75	0,75	24,18
1-5 mld.	2,00	21,99		23,99
oltre 5 mld.			25,31	25,31
Totale 2012	10,38	48,59	11,64	89,16

Come emerge dalla tab. 2, gli intermediari esteri – considerati come unici partecipanti al collocamento – sono risultati particolarmente attivi nelle emissioni di prestiti con *tranche* di media dimensione (tra 100

milioni e 1 miliardo di euro). Viceversa, l'operatività congiunta con intermediari nazionali ha riguardato soprattutto emissioni di grande dimensione, ovvero per *tranche* di importo compreso tra 500 milioni e 1 miliardo di euro (per un controvalore pari a 20 miliardi) e tra 1 e 5 miliardi (per un controvalore pari a 22 miliardi), detenendo quindi una quota molto significativa (87%) rispetto al totale controvalore emesso per tali tagli, pari a poco meno di 48,2 miliardi di euro.

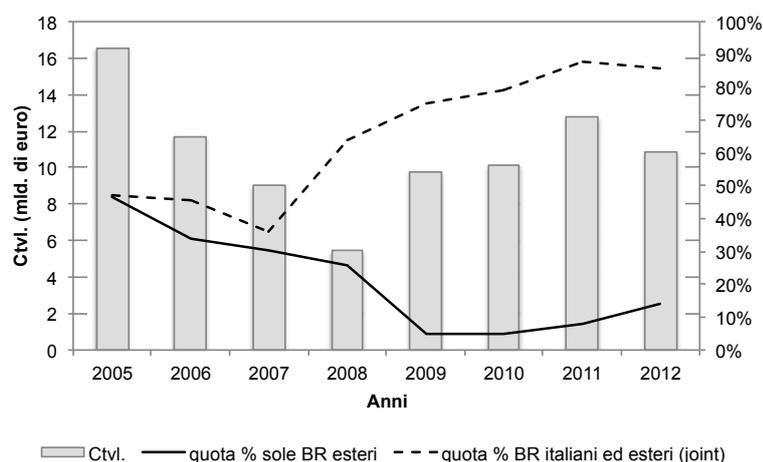
5.2 L'operatività nell'Equity Capital Market

Nel presente paragrafo si dà conto della quota di mercato detenuta dai soggetti esteri – banche di investimento e intermediari finanziari specializzati – nell'erogazione di servizi di *advisory* e di assistenza ad emittenti italiani per operazioni sul capitale di rischio.

Le elaborazioni, condotte sulla base dell'estrazione dei dati dal *database* Dealogic ECM (*Equity Capital Market*), consentono di esaminare il ruolo dei soggetti esteri che operano in qualità di *bookrunner*, sulla base dell'individuazione della provenienza geografica del *bookrunner parent*. I dati raccolti sono relativi alle operazioni di ammissione alla quotazione in borsa (IPO), le operazioni di aumento di capitale negoziate sui mercati secondari e l'emissione di prestiti obbligazionari convertibili in azioni.

Il controvalore degli scambi effettuati nel 2012 è risultato pari a 10,9 miliardi di euro, in calo di circa 1,9 miliardi di euro (-14,8%) rispetto al 2011, frutto di 15 operazioni. La quota di mercato dei soggetti esteri, in linea con le precedenti rilevazioni, si conferma molto importante. Essi hanno partecipato a 13 operazioni sul capitale di rischio di emittenti italiani, con una quota di mercato che sfiora il 99,5% (fig. 3). I *bookrunner* solo esteri hanno assistito 6 operazioni per un controvalore complessivo di 1,5 miliardi di euro; congiuntamente con intermediari finanziari italiani, invece, hanno partecipato in qualità di *bookrunner* ad altre 7 operazioni – le maggiori per dimensione – per un controvalore complessivo di 9,3 miliardi di euro.

Fig. 3 – Distribuzione del controvalore annuo delle operazioni su ECM con emittenti italiani (2005/12, valori in miliardi di euro) e quote dei bookrunner per origine geografica (in %, scala di dx.) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

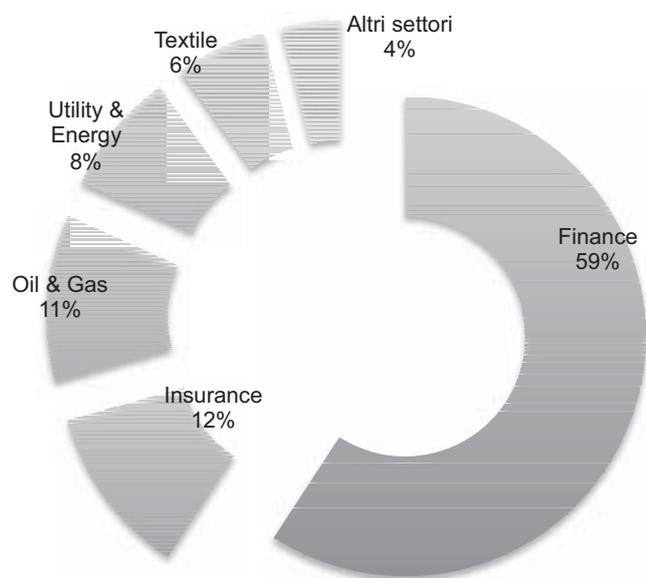


Con riferimento al settore di appartenenza dell'emittente (fig. 4), nel 2012 le operazioni su ECM hanno riguardato soprattutto i settori *Finance* (6,4 miliardi di euro), *Insurance* (1,2 miliardi) e *Oil & Gas* (1,2 miliardi). Le cinque operazioni realizzate in tali comparti hanno visto sempre il coinvolgimento di almeno un *bookrunner* estero: in un caso il collocamento è stato assistito da un unico intermediario estero; nei quattro rimanenti casi gli operatori esteri coinvolti sono stati almeno 3 (da 3 a 8) e hanno composto un *pool* di operatori con un numero variabile tra uno e tre intermediari nazionali.

Dalla distribuzione settoriale rappresentata nella fig. 4 emerge come il mercato del capitale di rischio in Italia nel 2012 sia risultato piuttosto concentrato su pochi settori e soprattutto su poche operazioni di grande importo.

Il peso delle prime 3 operazioni sul totale è del 74%, incidenza che sale all'86% analizzando le prime 5: tutte queste operazioni hanno visto la presenza di almeno un *bookrunner* estero. In realtà, essendo queste le operazioni di maggiore dimensione, il numero di operatori coinvolti è piuttosto elevato: alle prime 5 operazioni hanno partecipato, in media, 6 *bookrunner* ciascuna, di cui 4 esteri. Una sola di queste operazioni ha visto la presenza di un unico operatore, peraltro estero.

Fig. 4 – Distribuzione % del controvalore annuo delle operazioni su ECM con emittenti italiani per settore economico di appartenenza dell'emittente (2012) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic



Sulla base dei dati riportati nella relazione Consob per l'anno 2012, i dati sulle partecipazioni rilevanti, ossia almeno pari almeno al 2% del capitale ordinario con diritto di voto, evidenziano una lieve riduzione del numero di società quotate in cui gli investitori istituzionali esteri detengono partecipazioni rilevanti, dal 33,7% del 2011 al 32,4% del 2012. Il calo è comunque meno marcato della percentuale di società quotate in cui gli investitori istituzionali italiani detengono partecipazioni rilevanti, passata dal 4,6% al 3,6%, confermando una tendenza al ribasso che prosegue da almeno 4 anni.

La quota media di partecipazione detenuta dai soggetti esteri è pari al 6% (6,2% nel 2011); il calo che si riscontra nell'ultimo quadriennio – tranne il dato 2010 che è risultato in controtendenza – è comunque meno significativo di quello che ha riguardato la quota media degli investitori nazionali. Infatti, mentre la quota dei soggetti esteri è passata dal 6,6% al 6% tra il 2008 e il 2012, sul medesimo orizzonte temporale la quota degli investitori istituzionali nazionali è passata dal 5,7% al 4,1%.

Con riferimento alle società italiane ammesse a quotazione, nel 2012 l'esito delle offerte ha evidenziato come la quota assegnata agli investitori istituzionali esteri sia stata pari al 60% del totale, con un peso

doppio rispetto alla quota assegnata agli investitori istituzionali nazionali. Il dato, sebbene in calo di circa 7 punti percentuali rispetto alle quotazioni del 2011, risulta ancora superiore rispetto sia alla media del triennio pre-crisi 2005/07 (56%), sia alla media del periodo 2005/11 (47%).

Grazie ad alcuni dati gentilmente messi a disposizione da Borsa Italiana, è possibile rilevare come a giugno 2012 oltre 60 investitori istituzionali esteri detenessero partecipazioni dirette in imprese italiane quotate sul FTSE-MIB (fra cui 33 dal Regno Unito, 12 francesi e 8 tedeschi); a questi è opportuno aggiungere il posizionamento di oltre 1.200 imprese di investimento provenienti da oltre 40 Paesi che, in rappresentanza di oltre 7.000 fondi, investono nelle stesse società quotate.

In sede di IPO di società quotate sul FTSE-MIB, gli investitori istituzionali esteri detengono oltre il 50% delle quote assegnate alla totalità degli investitori istituzionali, percentuale che sale al 90% considerando gli assetti post-IPO.

Sul medesimo paniere di società, osservando la provenienza geografica degli investitori istituzionali, si rileva come le imprese italiane quotate sul FTSE-MIB abbiano un azionariato internazionale diffuso, con una quota rilevante di provenienza extra-europea: USA (31% dell'ammontare delle partecipazioni), Europa continentale (29%) e Regno Unito (16%) sono le aree geografiche più rappresentate.

Con riferimento alle imprese quotate sul segmento STAR di Borsa Italiana, lo studio annuale di IR Top (basato su dati Consob al 18 febbraio 2013) evidenzia come l'interesse degli investitori istituzionali esteri resti molto elevato: essi rappresentano – in numero – il 73% degli investitori qualificati (47 su 64), con una presenza particolarmente rilevante nelle società con capitalizzazione inferiore ai 200 milioni di euro. L'ammontare complessivo delle partecipazioni detenute è pari a circa 1 miliardo di euro, poco più dell'83% del totale delle partecipazioni detenute dagli investitori qualificati¹.

Nell'anno 2012 sono entrati 4 nuovi investitori esteri, uno dei quali ha acquisito due partecipazioni, mentre 6 hanno ridotto le loro quote al di sotto del 2%. I dati evidenziano un andamento sostanzialmente stabile rispetto al 2011, segno comunque che non vi è disaffezione degli investitori esteri almeno verso questo comparto di Borsa Italiana e, anzi, i nuovi ingressi suggeriscono una rinnovata attenzione a investimenti in

¹ IR Top, “*Gli investitori istituzionali nel segmento STAR di Borsa Italiana*”, VI edizione, comunicato stampa, 25 marzo 2013.

imprese di qualità e trasparenti, con un approccio orientato all'investimento di medio/lungo termine.

5.3 Le negoziazioni su MTS

Nel mercato all'ingrosso dei titoli di Stato (MTS Italy), sulla base dei dati rilevati da MTS Markets², la quota di mercato dei partecipanti esteri si è confermata molto elevata anche nel 2012, confermando così il trend degli ultimi anni.

Il numero di operatori e intermediari aderenti a MTS, cresciuto di 29 unità nel 2012, è pari a 125, di cui 59 esteri, la cui quota percentuale in termini di numerosità è quindi in linea con il 2011, in cui vi erano 49 operatori esteri sui 101 totali. Il saldo è determinato dall'ingresso di 11 nuovi *player* esteri e dall'uscita di un intermediario finanziario estero che non è più aderente a MTS.

A causa delle tensioni sul debito sovrano, i volumi scambiati su MTS hanno avuto nel 2012 una forte contrazione rispetto al dato medio del 2011: gli scambi giornalieri medi, infatti, sono calati da 3,4 a 2,2 miliardi di euro (-34%), sebbene tra agosto e dicembre 2012 si sia già registrata una parziale ripresa, con scambi medi attorno ai 2,4 miliardi di euro. Come documentato dai dati di Banca d'Italia, "le condizioni di liquidità nel mercato secondario dei titoli di Stato italiani *MTS Cash* sono gradualmente migliorate, beneficiando dell'allentamento delle tensioni"³ sul debito sovrano del nostro Paese. Le quantità scambiate sono così tornate su livelli precedenti a tale crisi: infatti, nei primi 3 mesi del 2013, i volumi giornalieri sono tornati in linea con il dato medio 2011 (pari a circa 3,3 miliardi di euro). Nel 2012 la quota più significativa di tali scambi ha riguardato i BTP sulle varie scadenze (51%) e i BOT (31%)⁴.

² MTS SpA, che ringraziamo per aver messo a nostra disposizione i dati, gestisce il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato (MTS) e BondVision. Il mercato MTS si articola in due comparti, uno per le negoziazioni a pronti (*MTS Cash*), mercato *interdealer* cui possono aderire, anche in forma remota, operatori in possesso di particolari requisiti minimi, patrimoniali e professionali, e uno per quelle in pronti contro termine (*MTS Repo*). BondVision, dedicato agli scambi all'ingrosso in titoli di Stato europei, è un mercato *dealer to customer*, che consente agli investitori istituzionali di inviare richieste di prezzo in acquisto o in vendita sui titoli di Stato quotati dai *market maker* (<http://www.bancaditalia.it/sispaga/sms/mmf/mtsbond>).

³ Banca d'Italia (2013), "Relazione Annuale sul 2012", Roma, 31 maggio, pag. 194.

⁴ I dati relativi ai volumi degli scambi giornalieri sui mercati MTS, se non diversamente indicato, sono una rielaborazione propria su dati Banca d'Italia (2013), "Appendice alla Relazione Annuale sul 2012", Roma, 31 maggio, Tavole a15.2-a15.4.

Di interesse rilevare che la quota di scambi sui BTP è cresciuta di circa 4 punti percentuali rispetto al 2011, in linea con la ripresa delle emissioni a lungo termine, secondo gli obiettivi strategici del Ministero dell'Economia e delle Finanze intesi ad allungare la *duration* media del debito pubblico, e – dal lato della domanda – il ritorno di interesse di numerosi investitori istituzionali esteri, attratti da rendimenti più che buoni soprattutto se parametrati alla valutazione meno preoccupante del rischio sovrano sul nostro Paese.

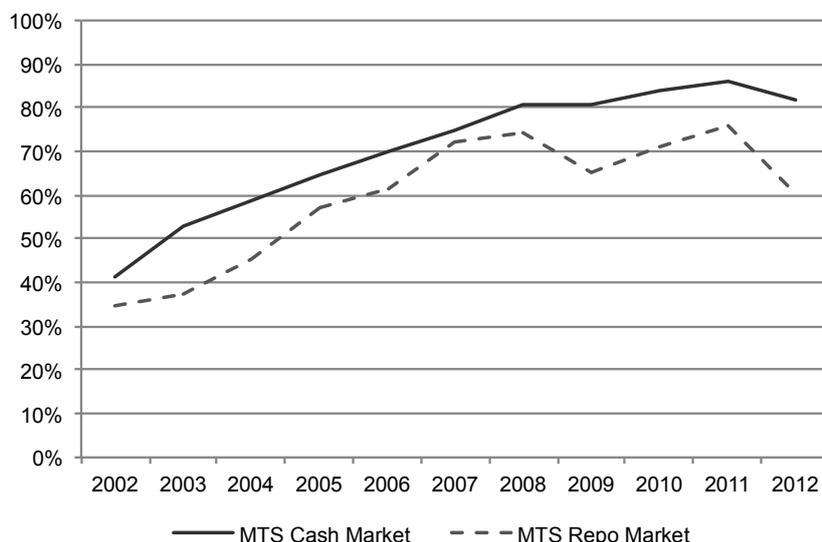
Su *MTS Repo Market* i volumi medi giornalieri 2012 si sono discostati di poco dai dati 2011 (da 59,8 a 58,5 miliardi di euro), mentre nel I trimestre 2013 hanno conosciuto una forte espansione, arrivando a 76,2 miliardi di euro. La quota più rilevante è scambiata nel comparto *Special Repo*, che contribuisce per circa i 2/3 dei volumi complessivi. Tale dato, così come i volumi medi giornalieri degli scambi (38 miliardi di euro), è rimasto sostanzialmente stabile tra il 2011 e il 2012, con una minore volatilità infra-annuale rispetto ai dati esaminati in precedenza e relativi al comparto *Cash*.

Con riferimento al mercato BondVision, gli scambi sono rimasti elevati: sull'intero anno 2012 gli scambi medi giornalieri in titoli di Stato italiani sono aumentati del 37%, a 1,9 miliardi di euro. Anche in questo caso l'effetto positivo è ascrivibile soprattutto alla seconda metà dell'anno: tra settembre e dicembre 2012 i volumi medi giornalieri sono stati pari a poco meno di 2,3 miliardi di euro e la tendenza sembra proseguire anche nella prima parte del 2013 (nel primo trimestre, infatti, gli scambi medi giornalieri si sono attestati a 2,5 miliardi di euro). Su tale mercato, 28 dei 31 *market makers* (90%) sono banche ed operatori esteri.

Nel 2012, su *MTS Cash* la quota media degli operatori esteri è stata dell'82% (fig. 5), in linea con la media degli ultimi 5 anni e ben superiore alla media del periodo 2002/11 (69,4%).

Analizzando la distribuzione della *market share* degli operatori esteri per comparto, ovvero sulla base della tipologia di titolo di Stato negoziato (BOT, BTi, BTP, CCT e CTZ), la quota media dei partecipanti esteri è risultata pari al 74%, circa 10 punti percentuali in meno rispetto al 2011, invertendo così un trend di crescita decennale e riposizionandosi attorno al valore del 2007, riconducibile ad un contesto di mercato profondamente diverso da quello attuale, soprattutto con riferimento sia alle valutazioni sul rischio sovrano, sia alla qualità (rendimento/rischio) dei titoli del debito pubblico italiano.

Fig. 5 – Quota di mercato dei partecipanti esteri a MTS Italy (Cash e Repo, 2002/12, valori in % degli scambi) – Fonte: MTS Markets



Anche su *MTS Repo* la quota dei partecipanti esteri si conferma rilevante: nel 2010 circa il 60% dei volumi negoziati ha riguardato operazioni condotte da soggetti esteri. Sebbene il dato sia in calo di circa 15 punti percentuali rispetto al picco raggiunto nel 2011, esso è sostanzialmente in linea con il dato medio del decennio 2002/11, caratterizzato da un'ampia volatilità della *market share* dei soggetti esteri, in un trend, comunque, di sostanziale crescita.

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 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).

Sulla base dei dati più recenti a disposizione sul sito di Assosim, a fine 2011, gli intermediari associati erano 69, di cui 20 esteri. Le statistiche di Assosim si possono ritenere ampiamente significative

rispetto ai mercati gestiti da Borsa Italiana: sempre con riferimento al 2011, infatti, le associate che hanno autorizzato la pubblicazione dei dati rappresentavano circa l'87% del controvalore c/terzi scambiato sul mercato azionario e il 97% del controvalore c/terzi scambiato sui mercati obbligazionari MOT e Euro TLX⁵.

5.4.1 L'analisi del mercato cash

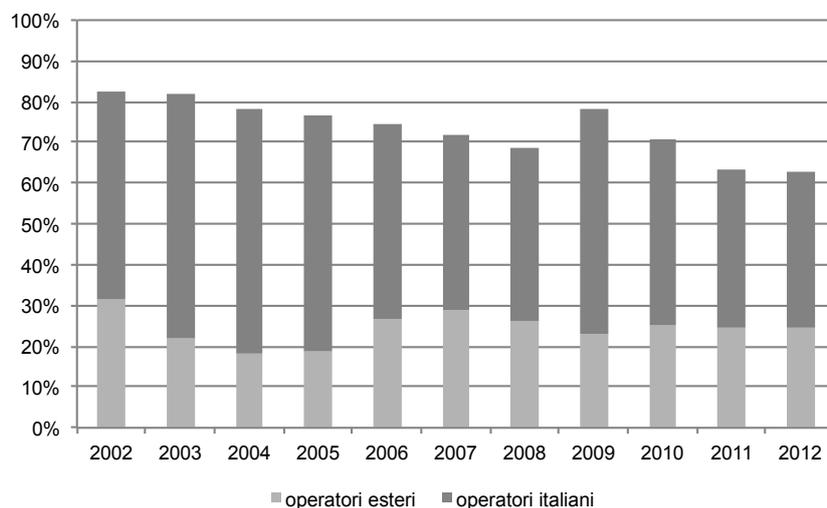
In questo paragrafo si dà conto dell'andamento della quota detenuta dagli intermediari esteri sul controvalore negoziato, con riferimento ai diversi segmenti in cui si articola il mercato a pronti (*cash*), rispetto sia al dato complessivo delle associate Assosim, sia al controvalore negoziato sul mercato.

Come si evince dalla fig. 6, 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, mantenendosi mediamente tra il 20 e il 30%. Nel 2012 essa si è attestata al 24,5%, in linea con i dati degli ultimi 3 anni.

I soggetti esteri si confermano gli operatori più attivi: la classifica delle quote percentuali per controvalore scambiato nelle negoziazioni per conto proprio presenta 7 banche estere nelle prime 10 posizioni (due in meno rispetto al 2011): i primi 10 *player* rappresentano il 35,2% del mercato e tenuto conto che gli associati Assosim costituiscono poco meno del 42% del mercato stesso, relativamente alle negoziazioni in conto proprio, possiamo stimare che i soggetti esteri negozino circa l'84% del controvalore generato dagli associati Assosim.

⁵ Assosim, "Relazione annuale del Presidente all'Assemblea degli Associati – Esercizio 2011", Milano, 29 marzo 2012.

Fig. 6 – Andamento delle quote di mercato degli operatori associati ad Assosim (2002/12, % 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), sia per numero di operatori esteri associati e presenti sul mercato, sia per quota di controvalore generato, che risulta inferiore al 5% del totale di mercato. Viceversa, la loro incidenza è più elevata nei comparti SeDeX e ETFplus. Su SeDeX gli intermediari esteri sono 5 e nel 2012 hanno contribuito al 20% del controvalore di mercato (27% nel 2011), ovvero il 24% del controvalore riconducibile ad associati Assosim.

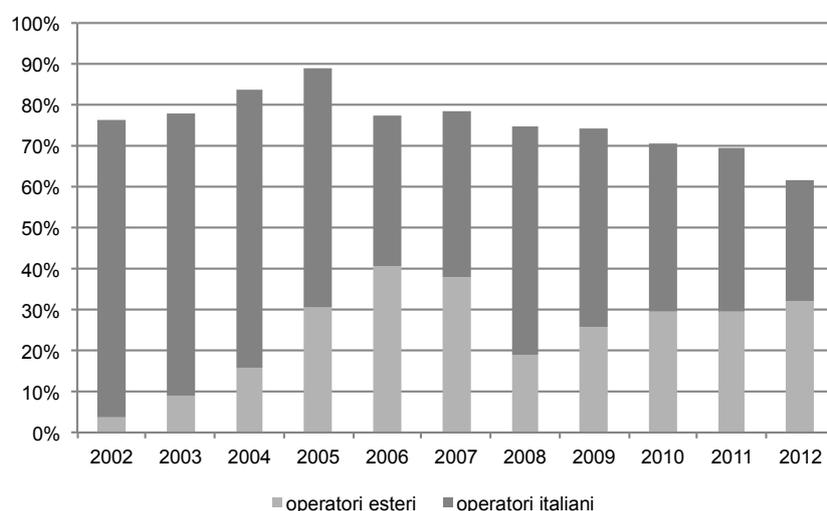
Nel comparto ETFplus, gli 11 intermediari esteri attivi hanno una penetrazione pari al 9% del totale di mercato, ovvero circa il 26% del controvalore movimentato da associati Assosim.

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 2012 il numero di intermediari associati partecipanti alle rilevazioni di Assosim è stato pari a 23, di cui 7 esteri (dato stabile rispetto al precedente anno). La quota di penetrazione dei soggetti esteri è piuttosto differenziata tra i comparti in cui si articola il mercato Idem. I valori più elevati si registrano nel comparto dei *future* azionari, in cui gli intermediari esteri hanno espresso il 32% del numero di contratti scambiati sul mercato, ovvero il 52% del totale riconducibile alle associate Assosim (cfr. fig. 7). Nei contratti derivati sull'indice S&P/MIB (*future* e opzioni) la quota dei soggetti esteri è circa pari all'11,5% del totale.

Fig. 7 – Andamento delle quote di mercato degli operatori associati ad Assosim (2002/12, % 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

L'analisi dell'operatività su strumenti derivati delle banche ed operatori esteri e, più in generale, la misura della diffusione di tali strumenti nel mercato finanziario internazionale e nel nostro Paese sono rese più complesse, rispetto alle linee di *business* esaminate in precedenza, dall'assenza di un *database* strutturato a supporto delle analisi stesse. Per tale motivo, in linea con quanto realizzato nei Rapporti AIBE 2011 e 2012, si darà conto – in primo luogo – degli scambi su

strumenti derivati a livello mondiale, a livello aggregato, sulla base delle statistiche più recenti pubblicate dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) e, successivamente, dei dati risultanti dall'indagine periodica di Banca d'Italia, relativa agli scambi di derivati *over-the-counter* (OTC) sul mercato italiano.

A fine 2012, il controvalore in circolazione (*outstanding*) dei derivati negoziati fuori borsa era pari a circa 632.579 miliardi di dollari, in calo di poco più di 15 mila miliardi rispetto al dato di dicembre 2011 (-2%). La quota maggiore è ascrivibile ai derivati sui tassi (489.703 miliardi di dollari, pari al 77,4% del totale) e ai derivati su valute e tassi di cambio (67.358 miliardi di dollari, ovvero il 10,6%). I contratti del tipo *credit default swaps* (CDS), di cui si è molto parlato nel corso della crisi sul debito sovrano, pesano solo per il 4% del totale, ovvero poco più di 25 mila miliardi di dollari, in calo del 12% tra fine 2011 e fine 2012. Tale flessione si mostra coerente con il calo dei premi, scesi da valori estremi (all'apice della crisi del rischio sovrano) a livelli in linea con quelli della sottoscrizione dei contratti.

Le statistiche BRI contengono anche una stima dei derivati (*future* e opzioni) scambiati su mercati regolamentati. A fine 2012 il nozionale *outstanding* era pari a 52.460 miliardi di dollari, di cui 24.121 su *future* (+5,2% rispetto a fine 2011) e 28.338 su opzioni (-15,8%).

Possiamo quindi stimare che il peso dei derivati scambiati su mercati regolamentati sia circa l'8,3% del nozionale mondiale OTC: a fine 2011 era l'8,7% e un anno prima ancora era l'11,3%.

Per quanto attiene alla distribuzione per macro-aree geografiche nel mondo (fig. 8), i derivati regolamentati sono scambiati soprattutto nel Nord America e in Europa, i cui mercati si dividono in modo equo il 90% del nozionale. Va segnalato, a tal proposito, che nel corso del 2012 è avvenuto una significativa ricomposizione di tale distribuzione: infatti la quota degli scambi sui mercati nord-americani è scesa di circa 10 punti percentuali e, in valore, di 7.573 miliardi di dollari, mentre il nozionale scambiato su mercati europei è passato da 20.812 a 23.724 miliardi di dollari (+14%), che ha portato l'incidenza sul totale dal 37% al 45%.

L'effetto è ascrivibile, soprattutto, al calo del nozionale su opzioni scambiate sui mercati del Nord America (-7.359 miliardi di dollari).

Fig. 8 – Distribuzione % del valore nozionale dei derivati regolamentati (dicembre 2012, scambi su future e opzioni) – Fonte: rielaborazione propria su dati BRI



Per il mercato italiano sono disponibili alcuni dati aggregati forniti da Banca d'Italia, che monitora con frequenza semestrale – a fine giugno e fine dicembre – le esposizioni in essere su derivati OTC di un campione composto dai gruppi bancari italiani più attivi nel comparto⁶.

A fine dicembre il valore nozionale dei derivati creditizi e finanziari era pari a 10.052 miliardi di dollari, di cui oltre 8.200 miliardi su derivati creditizi sui tassi d'interesse. Nel corso dell'ultimo anno il valore nozionale complessivo è diminuito del 3% circa: a fronte di un calo del 4,3% del valore riconducibile ai derivati finanziari, si è osservato un incremento del 16,7% di quello riferito ai CDS comprati e venduti. Peraltro l'andamento di quest'ultimo aggregato è risultato molto diverso tra il I e il II semestre 2012: infatti il valore del nozionale sui CDS è passato da 538 miliardi di dollari di dicembre 2011 a 724 (giugno 2012),

⁶ L'indagine ha per oggetto la rilevazione del valore nozionale e del valore lordo di mercato (positivo e negativo) dei contratti derivati su tassi di cambio, tassi di interesse, azioni, indici azionari, merci e CDS. Dal primo semestre del 2012 il campione di banche italiane monitorato include Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare, Intesa Sanpaolo, Mediobanca SpA, UBI Banca e Unicredit; a tali operatori fa capo oltre il 90% delle operazioni in derivati finanziari e creditizi condotte da gruppi bancari italiani. Cfr. Banca d'Italia (2013), "Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2012", comunicato stampa, 27 maggio.

per poi scendere a 628 a fine 2012. Il calo del II semestre ha riguardato le posizioni sia sui CDS comprati sia su quelli venduti.

Con riferimento ai derivati creditizi, esclusi quelli su merci, il 94% del nozionale ha riguardato scambi la cui controparte era un'istituzione finanziaria (poco meno di 8.400 miliardi di dollari). Sulla base delle informazioni risultanti dall'ultima indagine triennale sul *turnover* dei mercati dei cambi e derivati in Italia e curata da Banca d'Italia⁷ ricaviamo che il 71% del *turnover* è generato da scambi con banche non residenti. Se, per semplicità, ipotizziamo che il dato non si sia significativamente modificato nel corso dell'ultimo triennio e con l'accortezza di sottolineare che il calcolo si fonda su grandezze non perfettamente omogenee né per composizione né per arco temporale di riferimento, potremmo stimare che il valore nozionale degli scambi sui derivati con controparti non residenti è pari a poco meno di 6.700 miliardi di dollari, con una quota di penetrazione degli intermediari finanziari esteri pari a circa il 66% del valore complessivo dei derivati finanziari e creditizi scambiati nel nostro Paese.

⁷ Banca d'Italia, "*Il turnover dei mercati dei cambi e derivati in Italia*", comunicato stampa, 1° settembre 2010.

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).

Le informazioni e i dati disponibili nei *report* dell'Associazione di categoria Assogestioni e *on line* nel portale IFH-Italian Fund Hub possono essere considerate significativamente rappresentative del settore italiano del risparmio gestito.

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

Con riferimento alla gestione collettiva e di portafoglio, i dati aggiornati alla fine del IV trimestre 2012 e utilizzati per la presente analisi, sono relativi a 224 società e 71 gruppi per patrimonio gestito.

Tra il 2007 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 sono passati da 1.131 a 938 miliardi di euro.

Nel 2012, invece, si è assistito ad un trend contrario, con AUM in crescita del 27% e tornati sopra il livello di fine 2007. A tale crescita hanno contribuito soprattutto gli *assets* investiti in gestioni di portafoglio (+40%).

La quota detenuta da gruppi di diritto estero è risultata in leggero calo, al 20% del totale; in particolare si conferma il loro peso di rilievo nell'ambito delle gestioni collettive, in cui i gruppi di diritto estero detengono poco meno del 28% degli AUM a fine 2012.

Con riferimento alle quote di mercato degli operatori esteri, negli ultimi cinque anni la crescita più significativa è stata registrata nel comparto della gestione di portafoglio, ove il loro peso è passato dall'8,5% di fine 2007 al 13,4% di fine 2012, con un ammontare di AUM più che raddoppiato.

Tuttavia, nel corso del 2012 l'ammontare gestito da operatori esteri è diminuito di circa 1,1 miliardi di euro e la loro penetrazione è passata dal 19% al 13,4%, in decisa controtendenza con il mercato, cresciuto del 40% e di circa 193 miliardi di euro in valore.

Per quanto attiene alla sola gestione collettiva, nel periodo analizzato la quota media di mercato detenuta dai soggetti esteri è stata pari al 23% e dopo il drastico calo del 2008 è ripreso un trend di crescita che ha portato l'ammontare degli AUM in capo a soggetti esteri a fine dicembre 2012 al di sopra dello stock di fine 2007, con una crescita negli ultimi tre anni di circa il 50%, da 96 a 145 miliardi di euro.

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

	2007		2008		2009	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Gestione collettiva	648.623	100	434.135	100	476.539	100
Gruppi esteri	135.301	20,9	82.143	18,9	96.825	20,3
Gruppi italiani	513.322	79,1	351.992	81,1	379.714	79,7
Gestione di portafoglio	482.430	100	407.367	100	473.156	100
Gruppi esteri	40.796	8,5	60.580	14,9	80.564	17,0
Gruppi italiani	441.634	91,5	346.787	85,1	392.592	83,0
Totale	1.131.053	100	841.502	100	949.695	100
Gruppi esteri	176.097	15,6	142.723	17,0	177.389	18,7
Gruppi italiani	954.956	84,4	698.779	83,0	772.306	81,3

	2010		2011		2012	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Gestione collettiva	501.333	100	461.456	100	524.558	100
Gruppi esteri	121.848	24,3	123.164	26,7	144.880	27,6
Gruppi italiani	379.485	75,7	338.292	73,3	379.678	72,4
Gestione di portafoglio	505.455	100	476.113	100	669.609	100
Gruppi esteri	92.912	18,4	90.519	19,0	89.401	13,4
Gruppi italiani	412.543	81,6	385.594	81,0	580.208	86,6
Totale	1.007.430	100	937.678	100	1.194.167	100
Gruppi esteri	214.732	21,3	214.004	22,8	234.281	19,6
Gruppi italiani	792.698	78,7	723.674	77,2	959.886	80,4

Analizziamo di seguito alcune informazioni e dati disaggregati per tipologia di prodotto, con riferimento dapprima alla gestione collettiva (tab. 2) e poi alla gestione di portafoglio (tab. 3), sulla base dei dati Assogestioni degli ultimi 5 anni (stock di fine periodo dal 2007 al 2012).

Con riferimento alla gestione collettiva, pur a fronte di un calo degli AUM tra il 2007 e il 2012 di circa 124 miliardi di euro, è necessario osservare che lo stock di AUM gestito da gruppi esteri è cresciuto di 9,5

miliardi (+7,1%). Il contributo più significativo è relativo ai fondi aperti, in cui a fine 2012 i gruppi esteri detenevano poco meno del 30% del mercato censito da Assogestioni. Sempre nell'ambito dei fondi aperti è di rilievo osservare che, mentre i fondi gestiti da gruppi italiani hanno avuto una raccolta netta negativa di 5,8 miliardi di euro nell'anno 2012, quella dei gruppi esteri è risultata positiva per circa 7 miliardi, contribuendo così alla crescita complessiva del comparto dei fondi aperti in Italia, la cui raccolta netta è cresciuta di 1,1 miliardi di euro nell'ultimo anno.

Nell'ambito delle gestioni di portafoglio, si rileva come, a fronte di un patrimonio gestito cresciuto nell'ultimo triennio del 41,5% circa, lo stock degli AUM gestiti da gruppi esteri è cresciuto solo del 4%, con andamenti molto differenziati nelle diverse tipologie di prodotto.

Il posizionamento degli operatori esteri è aumentato nella gestione di patrimoni previdenziali (+8 miliardi di euro tra fine 2009 e fine 2012, assorbendo così il 43% della crescita del comparto) e nella gestione di prodotti assicurativi (+429 milioni di euro, +0,8%).

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

	2007		2008		2009	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Fondi aperti	616.362	100	398.369	100	438.179	100
Gruppi esteri	130.440	21,2	76.319	19,2	91.626	20,9
Gruppi italiani	485.922	78,8	322.050	80,8	346.553	79,1
Fondi chiusi	32.260	100	35.766	100	38.359	100
Gruppi esteri	4.860	15,1	5.824	16,3	5.199	13,6
Gruppi italiani	27.400	84,9	29.942	83,7	33.160	86,4
Gestione coll. al 31/12	648.622		434.135		476.538	

	2010		2011		2012	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Fondi aperti	460.442	100	418.950	100	481.552	100
Gruppi esteri	116.183	25,2	116.897	28,0	138.693	28,8
Gruppi italiani	344.259	74,8	302.053	72,0	342.859	71,2
Fondi chiusi	40.891	100	42.506	100	43.006	100
Gruppi esteri	5.665	13,9	6.267	14,8	6.187	14,4
Gruppi italiani	35.226	86,1	36.239	85,2	36.819	85,6
Gestione coll. al 31/12	501.333		461.456		524.558	

Tab. 3 – Evoluzione della gestione di portafoglio per tipologia di prodotto: stock e quote di gruppi italiani ed esteri sul patrimonio gestito (consistenze di fine periodo, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni, portale IFH

	2009		2010		2011		2012	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
GPF retail	33.568	100	35.901	100	28.798	100	24.160	100
Gruppi esteri	1.549	4,6	1.291	3,6	1.107	3,8	996	4,1
Gruppi italiani	32.019	95,4	34.610	96,4	27.691	96,2	23.164	95,9
GPM retail	78.129	100	85.313	100	71.601	100	68.654	100
Gruppi esteri	11.066	14,2	8.958	10,5	8.034	11,2	8.713	12,7
Gruppi italiani	67.063	85,8	76.355	89,5	63.567	88,8	59.941	87,3
Gestioni di patr. previd.	30.013	100	32.853	100	38.297	100	48.646	100
Gruppi esteri	8.208	27,3	10.722	32,6	13.174	34,4	16.203	33,3
Gruppi italiani	21.805	72,7	22.131	67,4	25.123	65,6	32.443	66,7
Gestioni di prod. assic.	258.618	100	281.628	100	267.762	100	466.184	100
Gruppi esteri	55.919	21,6	64.051	22,7	60.972	22,8	56.348	12,1
Gruppi italiani	202.699	78,4	217.577	77,3	206.790	77,2	409.836	87,9
Altre gestioni	72.858	100	69.759	100	69.651	100	61.966	100
Gruppi esteri	9.309	12,8	7.890	11,3	7.231	10,4	7.141	11,5
Gruppi italiani	63.549	87,2	61.869	88,7	62.420	89,6	54.825	88,5
Gestione di portaf. al 31/12	473.186		505.454		476.109		669.610	

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

L'analisi della concentrazione del mercato domestico del risparmio gestito conferma, anche per il 2012, le evidenze emerse nei precedenti *report*. I primi 3 gruppi – tutti italiani – concentrano circa il 55% del patrimonio gestito (gestione collettiva e gestione di portafoglio) a fine 2012, in circa di 6 punti percentuali rispetto alla fine dell'anno precedente.

Come evidenziato nella tab. 4, nella *top ten* sono presenti 3 gruppi di diritto estero, la cui quota di mercato è pari al 7,3% (a fine 2011 erano 4, con l'11,1% delle quote di mercato sul patrimonio gestito). Essi gestiscono complessivamente 384 fondi, ovvero poco meno del 10% del totale fondi censiti da Assogestioni.

Con l'esclusione dei due *player* esteri che si trovano in undicesima e dodicesima posizione, gli altri 18 gruppi esteri censiti nelle analisi e nei dati di Assogestioni sono tutti posizionati dopo la quindicesima posizione e detengono una quota di mercato complessiva pari all'8,2% del patrimonio gestito (circa 98 miliardi di euro) e al 40% del numero

complessivo di fondi gestiti (1.561). Si tratta quindi di posizioni piuttosto frammentate, in cui la dimensione media del singolo fondo – pur con un’ampia variabilità, che, peraltro, si ritrova per la quasi totalità dei gruppi – è di circa 62 milioni di euro, ben inferiore alla dimensione media per fondo calcolata con riferimento all’intero mercato (305 milioni di euro).

Tab. 4 – Classifica dei gruppi per patrimonio gestito (gestione collettiva e di portafoglio, consistenze di fine periodo, valori in milioni di euro) al 31/12/2012 – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni, portale IFH

#	Denominazione gruppi	Patrimonio gestito	%	Numero di fondi	%
1	Gruppo Generali	336.136	28,1	141	3,6
2	Gruppo Intesa Sanpaolo	226.464	19,0	409	10,5
3	Pioneer Investments - Gruppo UniCredit	95.590	8,0	234	6,0
4	Gruppo Mediolanum	42.426	3,6	64	1,6
5	AM Holding	40.509	3,4	138	3,5
6	Allianz	36.839	3,1	56	1,4
7	Poste Italiane	33.182	2,8	18	0,5
8	Gruppo Ubi Banca	30.122	2,5	59	1,5
9	Gruppo BNP Paribas	25.671	2,1	259	6,6
10	AXA	24.585	2,1	69	1,8
11	Franklin Templeton Investments	24.508	2,1	76	1,9
12	Amundi Group	24.502	2,1	267	6,8
13	Gruppo Banco Popolare	19.949	1,7	48	1,2
14	Gruppo Azimut	18.475	1,5	88	2,3
15	Arca	17.502	1,5	42	1,1
	<i>Altri gruppi di diritto italiano</i>	99.527	8,3	375	9,6
	<i>Altri gruppi di diritto estero</i>	98.174	8,2	1.561	40,0
Totale		1.194.161	100	3.904	100
Composizione top ten					
	Gruppi di diritto italiano	804.429	67,4	1.063	27,2
	Gruppi di diritto estero	87.095	7,3	384	9,8

6.3 Il posizionamento degli intermediari esteri nel comparto dei fondi pensione

Nel comparto dei fondi pensione (fondi aperti e negoziali, dati Assogestioni), la quota di patrimonio gestito detenuto da soggetti

(gruppi) di diritto estero è salita – in valore assoluto – da 5,4 a 11,2 miliardi di euro da fine 2009 a fine 2012. La penetrazione di tali soggetti è altresì aumentata in termini di quote di mercato, rappresentando a fine 2012 il 36% del patrimonio totale, con una crescita di 5 punti percentuali rispetto ai dati dell'anno precedente.

La quota è particolarmente rilevante nel comparto dei fondi negoziali, ove si attesta a poco meno della metà della dimensione del mercato (47,4%), ma è in crescita anche in quello dei fondi aperti.

In entrambi i comparti gli AUM gestiti da gruppi di diritto estero sono più che raddoppiati nell'ultimo triennio.

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

	2009		2010		2011		2012	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Fondi pensione aperti	5.628	100	6.469	100	8.184	100	9.672	100
Gruppi di diritto estero	516	9,2	767	11,9	887	10,8	1.135	11,7
Gruppi di diritto italiano	5.112	90,8	5.702	88,1	7.297	89,2	8.537	88,3
Fondi pensione negoziali	12.809	100	14.349	100	16.473	100	21.412	100
Gruppi di diritto estero	4.928	38,5	5.699	39,7	6.756	41,0	10.149	47,4
Gruppi di diritto italiano	7.881	61,5	8.650	60,3	9.717	59,0	11.263	52,6
Tot. patrimonio gestito al 31/12	18.437		20.818		24.657		31.084	

Con riferimento ai soli fondi pensione aperti, i dati dell'ultimo Bollettino MEFOP¹ evidenziano la presenza di 7 gruppi di diritto estero, che gestivano complessivamente – a fine 2012 – 12 fondi, per poco meno di 200.000 iscritti (21,5% del totale) e un totale di attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) pari a poco meno di 2 miliardi di euro (21% del totale)².

¹ MEFOP, “*Bollettino Statistico*”, n° 47, marzo 2013. MEFOP SpA (Società per lo sviluppo del Mercato dei Fondi Pensione) è stata fondata nel 1999; al suo interno raccoglie 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.

² I dati si riferiscono all'85% dei fondi per una copertura del 96% in termini di iscritti e del 95% in termini di attivo netto destinato alle prestazioni.

CAPITOLO 7. RACCOLTA E IMPIEGHI DELLE BANCHE ESTERE IN ITALIA

7.1 L'andamento delle principali voci dei bilanci degli operatori esteri nel 2012¹

In un contesto di elevata incertezza sulle prospettive economiche, il sistema bancario nel suo complesso ha visto una flessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie. Su tale dinamica contribuiscono fattori sia di domanda (calo degli investimenti e pessimismo sulle prospettive del mercato immobiliare), sia di offerta (deterioramento del portafoglio creditizio, *deleveraging*)².

Le banche estere hanno segnato una riduzione degli impieghi più marcata rispetto al dato complessivo, con una ricomposizione del portafoglio creditizio a scapito del *corporate lending*. Si mantiene dunque elevato l'interesse dei gruppi esteri per l'Italia, in forma però più selettiva che in passato.

7.1.1 Attività: finanziamenti

Nel corso del 2012, i prestiti delle banche si sono ridotti dello 0,2%, del 2,2% per le filiali di banche estere³. Per quanto concerne lo specifico segmento delle banche estere, oltre ai fattori comuni sopra richiamati, pesano le incertezze economiche e politiche dell'area dell'euro. Sotto il profilo competitivo, le banche estere mantengono margini di vantaggio legati principalmente alle migliori condizioni di *funding*⁴.

In termini di composizione settoriale del *banking book* delle banche estere⁵, si nota un aumento degli impieghi al sistema bancario e alle famiglie e un calo di quelli alle imprese.

¹ 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.

² Cfr. Banca d'Italia, "Relazione Annuale", 31 maggio 2013, pagg. 205 e seguenti.

³ I dati complessivi sono della Relazione della Banca d'Italia per il 2012. Di seguito si commentano i dati settoriali.

⁴ Sul punto, cfr. ad esempio, Bofondi M. *et al.*, "Credit supply during a sovereign debt crisis", Banca d'Italia, Temi di Discussione, n° 909, aprile 2013.

⁵ Per la presente ricerca sono state utilizzate le voci delle Segnalazioni di Vigilanza 58005 e 58007.

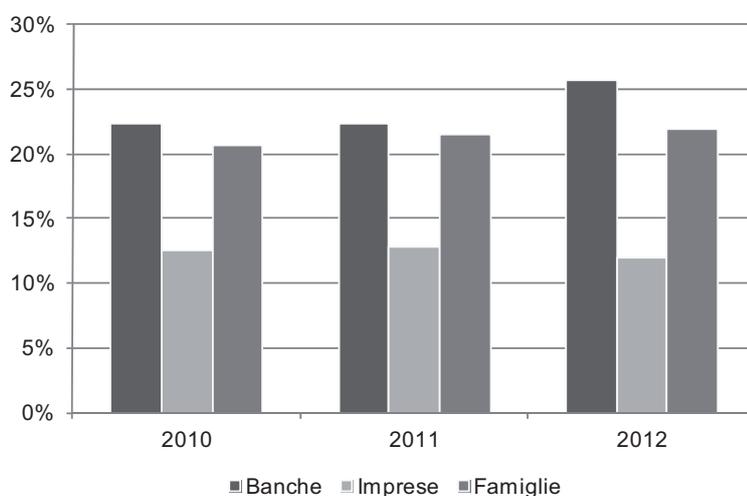
In particolare, i prestiti verso banche e altri intermediari sono aumentati, nel 2012, del 7,2%, in controtendenza rispetto al dato per l'intero sistema (-6,8%), con ciò aumentando la quota di mercato delle banche estere a circa un quarto. Peraltro, la crescita è da attribuirsi alle filiazioni (+46,2%), mentre per le filiali il calo è stato simile a quello complessivo.

Una dinamica analoga si è registrata per il settore delle famiglie: le banche estere hanno accresciuto gli impieghi di un punto percentuale a fronte di un simile calo a livello complessivo, portando la quota di mercato al 22% circa.

Sui prestiti alle controparti *corporate* ha fortemente inciso la crisi del sistema produttivo italiano. Il calo è stato del 3,6% per il sistema bancario, del 9,9% per le banche estere e del 16% per le sole filiali. La quota di mercato è pertanto scesa sotto al 12%.

Nella fig. 1 è rappresentato l'andamento delle quote di mercato per le controparti sopra analizzate.

Fig. 1 – Quota di mercato degli impieghi delle banche estere per settore istituzionale della controparte (2010/12, valori in %) – Fonte Banca d'Italia, Segnalazioni di Vigilanza

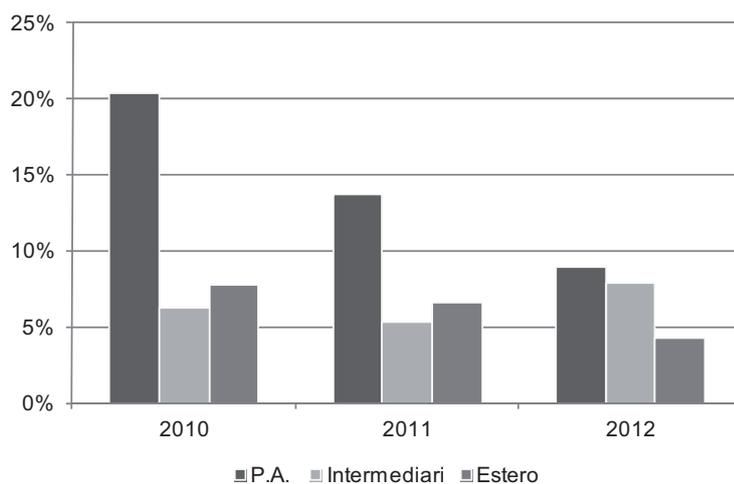


7.1.2 Attività: titoli

La dinamica delle attività finanziarie⁶ risulta dissimile tra banche estere e italiane. Per le prime, i titoli risultano in calo del 5,9% rispetto al 2011, mentre il dato di sistema è positivo. Questa divaricazione è da ascrivere ai timori sopra menzionati. Gli intermediari esteri detenevano, al 31 dicembre 2012, l'8% dei titoli complessivamente presenti nei bilanci delle banche contro l'8,7% del 2011.

Tuttora, la quota principale di attività finanziarie detenute dai soggetti esteri riguarda titoli pubblici (56,2%) in aumento rispetto al 2011. Seguono i titoli degli intermediari con il 30% circa (25% nel 2011). Una forte ricomposizione del portafoglio titoli ha riguardato invece i titoli emessi all'estero, passati da oltre il 17% a meno del 10%.

Fig. 2 – Quote di mercato dei titoli detenuti dalle banche estere per settore istituzionale della controparte (2010/12, valori in %) – Fonte Banca d'Italia, Segnalazioni di Vigilanza



Per quanto concerne il peso dei soggetti esteri (fig. 2), la quota dei titoli della Pubblica Amministrazione si riduce in due anni da oltre il 20 al 9% (peraltro il calo è avvenuto quasi integralmente nel 2011,

⁶ Per la presente ricerca è stata utilizzata la voce delle Segnalazioni di Vigilanza 58010. Al riguardo, si fa presente, come per gli anni passati, che i dati segnalati dalle filiali di banche estere potrebbero sottostimare l'effettiva operatività in titoli per la prassi in uso di taluni intermediari di contabilizzare le attività finanziarie sul *book* della Casa Madre o di altre entità del gruppo.

limitandosi, nel 2012, allo 0,3% rispetto a un calo complessivo di circa il 6%). Aumenta invece la quota sui titoli di intermediari, dal 5,4 all'8%.

La riduzione del comparto titoli risulta trainato dalle filiazioni (-7,6% complessivamente), mentre per le filiali il calo è stato particolarmente marcato per il comparto estero, quasi dimezzato.

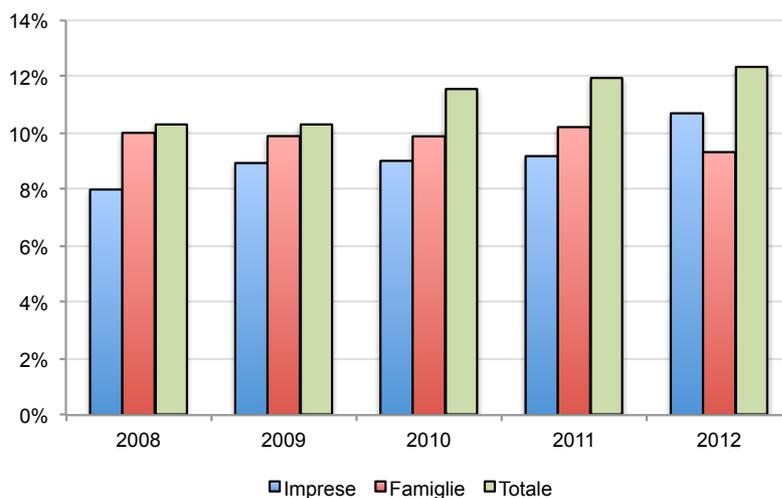
7.1.3 Passività: depositi

Dal lato del passivo, prosegue la dinamica espansiva delle banche estere nell'ambito di una crescita generalizzata delle passività del settore bancario. La quota dei depositi è aumentata anche per effetto dell'armonizzazione del trattamento fiscale delle rendite finanziarie⁷.

A fine 2012, la quota dei depositi delle banche estere si ragguagliava al 12,4% (12% a fine 2011). Per la controparte famiglie la quota è calata rispetto al 2011, mentre i depositi delle imprese sono cresciuti (fig. 3).

Sebbene in crescita, la proporzione dei depositi detenuti dalle filiali nel complesso delle banche estere è tuttora ridotta (31,3%, 28,5% a fine 2011).

Fig. 3 – Quote di mercato dei depositi della controparte imprese e famiglie e quota complessiva detenute dalle banche estere controparte (2008/12, valori in %) – Fonte Banca d'Italia, Segnalazioni di Vigilanza



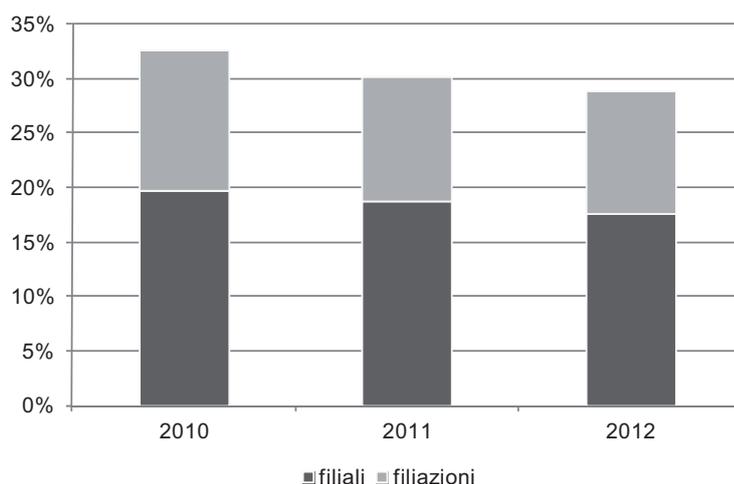
⁷ Per la presente ricerca è stata utilizzata la voce 58340 delle Segnalazioni di Vigilanza.

7.1.4 Passività: debiti verso banche

Il ricorso al finanziamento interbancario si è ridotto nel corso del 2012⁸. Complessivamente, le banche estere hanno avuto un calo dei debiti verso le banche dell'8,7%, quasi doppio rispetto alla variazione del sistema bancario (-4,5%).

Per quanto riguarda le filiali, gran parte dei debiti permane nella forma dei "depositi con durata stabilita" (65% del totale, era il 75% nel 2010); tale calo è compensato dalle tipologie meno standard ("altri debiti"), arrivate al 24%, anche per effetto di un aumento del ricorso alla BCE. Simile la dinamica per le filiazioni. Il peso complessivo delle banche estere sul comparto permane importante, seppure in calo (fig. 4).

Fig. 4 – Quote di mercato dei debiti verso banche detenuti dalle banche estere controparte (2010/12, valori in %) – Fonte Banca d'Italia, Segnalazioni di Vigilanza



7.1.5 Passività: raccolta di mercato

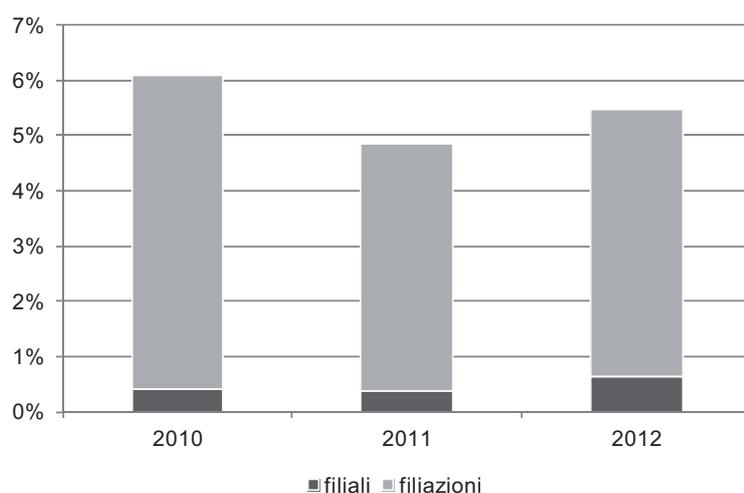
Nel 2012, per il sistema bancario nel suo complesso, la raccolta di mercato è diminuita di quasi l'11%. La quota delle banche estere è in leggera crescita (5,5%, era il 4,9% nel 2011) per effetto di due diversi trend: a fronte di un calo della raccolta delle filiazioni si assiste a un aumento della raccolta delle filiali ancorché dovuta a un solo operatore;

⁸ Per la presente ricerca è stata utilizzata la voce 58030 delle Segnalazioni di Vigilanza.

peraltro alle filiazioni compete comunque la gran parte di tale forma di passivo (fig. 5)⁹. Anche in tal caso, essa risulta fortemente concentrata, con i tre principali operatori che raccolgono attorno all'80% delle risorse complessivamente afferenti alle filiazioni.

L'analisi congiunta delle attività e delle passività delle banche estere conferma lo sforzo di tali operatori per ridurre il *funding gap*.

Fig. 5 – Quota della raccolta di mercato delle banche estere (2010/12, valori in %) – Fonte Banca d'Italia, Segnalazioni di Vigilanza



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

Nel Rapporto AIBE 2012, sulla base di alcuni dati ricavati da un campione di banche estere attive in Italia, avevamo riscontrato come l'esposizione complessiva dei gruppi bancari analizzati verso il nostro Paese si fosse ridotta nel corso del 2011, in conseguenza delle tensioni sul debito pubblico dei Paesi dell'area dell'euro e, in particolare, di quelli periferici come Grecia, Portogallo, Spagna e Italia. Non ci sembrava comunque di poter concludere che vi fossero evidenti "exit strategy" rispetto all'esposizione verso il nostro Paese, quanto piuttosto

⁹ Si osservi, peraltro, che le filiali che effettuano tale forma di raccolta sono una piccola minoranza del totale, negli ultimi anni mai più di cinque.

un aggiustamento necessario delle posizioni ed un costante e attento monitoraggio delle condizioni del nostro mercato.

Un anno dopo ci sembra di poter confermare tale risultato, visto che i dati riportati nell'ultima "*Relazione Annuale*" di Banca d'Italia segnalano come, dopo i sostanziali disinvestimenti nei titoli del debito pubblico da parte dei soggetti non residenti tra il 2011 e la prima parte del 2012, la riduzione si è interrotta in maggio, con il ritorno degli investimenti netti dall'estero. Nel 2012 i non residenti hanno complessivamente effettuato disinvestimenti netti per 50 miliardi di euro (tra febbraio ed aprile), mentre da maggio alla fine dell'anno il saldo complessivo tra acquisti e vendite è positivo e pari a circa 8 miliardi di euro¹⁰. Su tali andamenti hanno positivamente inciso anche le misure straordinarie di politica monetaria decise dalla BCE.

La tendenza sembra essere proseguita nei primi tre mesi dell'anno in corso, periodo nel quale gli investimenti netti dall'estero in titoli pubblici italiani sono stati molto elevati – pari a circa 26 miliardi di euro (stime preliminari) – e concentrati soprattutto sulle scadenze medio/lunghe. Osservando i dati della bilancia dei pagamenti (conto finanziario), nel 2012 il saldo degli investimenti di portafoglio è risultato positivo (+29,2 miliardi di euro), grazie ai disinvestimenti di titoli esteri effettuati da soggetti domestici (61,5 miliardi) che hanno più che compensato i disinvestimenti dei soggetti esteri sui titoli italiani, pari a 32,3 miliardi. Quest'ultimo dato, in particolare, è dato dalla dinamica molto diversa tra le movimentazioni su azioni e fondi comuni, che hanno registrato acquisti netti per 16,1 miliardi di euro, e quelle sui titoli di debito, per i quali si sono rilevati disinvestimenti netti per 48,4 miliardi. Sebbene ancora di segno negativo, quest'ultimo valore è in calo rispetto ai 74,6 miliardi del 2011 che aveva contribuito significativamente a una variazione complessiva delle passività sull'estero negli investimenti di portafoglio pari a -70 miliardi di euro.

La posizione netta sull'estero dell'Italia è peggiorata nel corso del 2012, da -326 a -387 miliardi di euro, ma soprattutto per effetto degli aggiustamenti di valutazione, in conseguenza dell'incremento del valore di mercato dei titoli pubblici, determinato dalla discesa dei rendimenti. Al saldo di tale posizione contribuiscono significativamente le banche residenti, la cui posizione netta è, peraltro, migliorata di 14,9 miliardi di

¹⁰ Banca d'Italia, "*Relazione Annuale sul 2012*", Roma, 31 maggio 2013, pag. 192.

euro (da -235,9 a -221 miliardi), soprattutto per effetto della minore raccolta sul mercato interbancario.

Dopo aver tratteggiato alcuni dati di sistema, è opportuno verificare quali variazioni sono intervenuti nei bilanci di alcune tra le principali banche estere attive nel nostro Paese con riferimento alla complessiva esposizione verso il “sistema Italia”. Sebbene sia risultato piuttosto difficile rintracciare lo stesso grado di dettaglio e di completezza informativa nei prospetti esaminati, alcune considerazioni di sintesi possono essere riportate.

La verifica empirica è stata condotta sui bilanci consolidati e all’interno dei documenti obbligatori *ex* Pillar 3 del Comitato di Basilea di BNP Paribas, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Santander e Société Générale.

Come si può evidenziare dalla successiva tab. 1, nel corso del 2012 alcuni gruppi bancari esteri hanno incrementato l’esposizione verso il nostro Paese (rischio sovrano), pur restando al di sotto delle posizioni ante-crisi.

Tab. 1 – Esposizione al rischio sovrano di alcuni dei principali gruppi bancari e finanziari esteri attivi in Italia (valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati di bilancio consolidati e documenti Pillar 3

Gruppi bancari	31-dic-11	31-dic-12
BNP Paribas	17.716	18.353
Crédit Agricole	3.641	4.105
Credit Suisse	500	600
Deutsche Bank	1.767	2.969
Santander	662	867
Société Générale	2.276	1.568

Ancorché prevalgano posizioni di cautela rispetto agli sviluppi futuri della nostra economia, l’esposizione verso l’Italia occupa un peso di rilievo non solo all’interno dei Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Germania e Spagna) – ad esempio per Deutsche Bank l’esposizione verso il rischio sovrano italiano costituisce circa il 57% dell’esposizione al medesimo rischio all’interno dei 5 Paesi PIIGS (in aumento di 9 punti percentuali rispetto al 2011) – ma anche considerando la complessiva esposizione verso il nostro Paese (*sovereign risk + non-sovereign risk*) all’interno della complessiva esposizione dei gruppi bancari verso l’estero.

Aggiungendo le esposizioni nette verso istituzioni finanziarie, imprese e comparto *retail* italiani (tab. 2), l'esposizione complessiva di Deutsche Bank si attesta, a fine 2012, a 20,4 miliardi di euro, oltre 1 miliardo in più rispetto al 2011, ovvero il 44% della complessiva esposizione del gruppo verso i Paesi PIIGS.

In direzione contraria vanno, invece, gli andamenti degli stock di Crédit Agricole e BNP Paribas. I due gruppi francesi hanno ridotto l'esposizione verso controparti italiane *non-sovereign*, rispettivamente, da 66,9 a 61,9 miliardi (-7,5%), e da 142 a 141 miliardi (-0,7%), con una riduzione che ha interessato sia il comparto *retail*, sia l'esposizione verso le imprese.

Santander è esposta per complessivi 11,9 miliardi, in calo di circa 4 miliardi nel corso d'anno, riduzione che ha interessato esclusivamente il comparto *non-sovereign*; infatti l'esposizione verso lo Stato italiano è aumentata di circa 200 milioni di euro. Credit Suisse, infine, ha aumentato di circa 100 milioni l'esposizione al rischio sovrano e all'incirca raddoppiato (da 1,1 a 2,2 miliardi) quella verso il comparto privato (*financial institutions, corporate* e altro).

Tab. 2 – Esposizione verso controparti nazionali (*non-sovereign risk*) di alcuni dei principali gruppi bancari e finanziari esteri attivi in Italia (valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati di bilancio consolidati e documenti Pillar 3

Gruppi bancari	31-dic-11	31-dic-12
BNP Paribas	142.138	141.124
<i>di cui: imprese corporate</i>	68.536	65.500
<i>di cui: retail</i>	52.459	51.595
Crédit Agricole	66.970	61.923
<i>di cui: imprese corporate</i>	20.814	19.450
<i>di cui: retail</i>	42.746	40.669
Credit Suisse	1.100	2.200
Deutsche Bank	17.619	17.445
<i>di cui: imprese corporate</i>	6.670	6.619
<i>di cui: retail</i>	8.480	7.749
Santander	15.340	11.088
Société Générale	13.100	nd.
<i>di cui: imprese corporate</i>	6.400	nd.
<i>di cui: retail</i>	4.900	nd.

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

Secondo le rilevazioni riportate nell'Annuario AIBE del 2012, le banche associate che operano nel comparto *retail* sono 14.

6 Succursali offrono prodotti di raccolta e servizi di pagamento attraverso la banca tradizionale e, congiuntamente, tramite la banca *on line*; sette banche operano esclusivamente mediante il canale tradizionale; una, infine, si avvale esclusivamente del canale *on line*. L'offerta di prodotti/servizi in tale comparto riguarda, per lo più, il servizio di *c/c* ad operatività completa ed i collegati servizi di pagamento, seguiti dai *c/c* a semplice supporto per la gestione dei finanziamenti erogati alla clientela. Piuttosto diffusi, inoltre, sono i prodotti di finanziamento, sotto forma di mutui ipotecari, credito al consumo e prestiti personali.

La penetrazione delle banche estere nel mercato *retail* ha conosciuto uno sviluppo più tardivo rispetto ad altri comparti dell'intermediazione creditizia e finanziaria, ove – come visto anche nei Rapporti AIBE degli anni precedenti – le banche estere da tempo detengono posizioni di rilievo e un vantaggio competitivo duraturo, in termini dimensionali, organizzativi e di *expertise* rispetto alle banche italiane. L'affermazione degli intermediari esteri nel comparto *retail* è, al contrario, più recente e presenta certamente ancora ampi margini di crescita, in relazione sia all'atteso e forse necessario riassetto del sistema bancario nazionale che vedrà alcuni *player* locali cedere parti delle reti di filiali, sia alle scelte organizzative e commerciali che gli intermediari esteri potranno valutare nel breve/medio termine per aumentare la gamma di prodotti e servizi a beneficio della clientela. In un contesto di tassi di mercato contenuti e ai "minimi storici", inoltre, la capacità di erogare servizi ad elevato valore aggiunto, con un importante contenuto commissionale, ed in modo efficiente, avvalendosi di piattaforme consolidate e strutture *on line* più snelle e meno costose, potrà generare margini e incrementare la redditività.

Nella successiva tab. 3 si riporta una sintesi dei principali dati di bilancio ed informazioni strutturali di alcune tra le primarie banche estere attive nel comparto *retail* in Italia.

Tab. 3 – Alcuni dati sulle principali banche estere attive in Italia nel comparto retail (valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: bilanci d'esercizio e consolidati al 31 dicembre 2012, relazioni, comunicati stampa e altro materiale disponibile sui siti web degli intermediari

Filiale/Filiazione di banca estera	Principali attività svolte in Italia (comparto retail)	Modalità di presenza in Italia	Principali dati di bilancio e di struttura					Reti e canali distributivi
			Totale attivo	Crediti verso clientela	Raccolta da clientela	Numero di clienti	Numero di dipendenti	
Barclays	c/c, carte, mutui e prestiti personali, investimenti, prodotti assicurativi	filiali, negozi finanziari	nd.	circa 19 mld. per mutui residenziali retail	nd.	oltre 800.000 (2011)	oltre 1.000	circa 190 filiali, oltre 150 negozi finanziari a marchio Barclays Mutui e Prestiti, promotori finanziari e oltre 650 agenti specializzati nella vendita di prodotti di finanziamento, 1 flagship Premier (Milano)
BNP Paribas (BNL SpA) (*)	banca commerciale	filiali	82,8 mld.	68,4 mld., di cui 37,8 mld. in mutui	44,8 mld. (raccolta diretta); 36,7 mld. in c/c e depositi liberi	circa 3 mln. di clienti privati (Gruppo BNL)	13.711 (a fine 2012) presso la Capogruppo BNL SpA	circa 900
Deutsche Bank (*)	raccolta diretta, carte, credito, finanziamenti immobiliari, asset management	filiali e promotori finanziari, agenzie specializzate nel credito retail	32,2 mld.	17,9 mld., di cui 7,1 mld. per mutui retail	16,5 mld. (raccolta diretta da clientela)	nd.	3.300 (a fine 2012)	339 sportelli, 1.500 promotori finanziari, 146 agenzie Prestitempo (credito al consumo) e 140 uffici Finanza & Futuro (promotori finanziari)
Gruppo Cariparma - Friuladria Crédit Agricole (**)	banca commerciale, bancassicurazioni (prodotti vita), leasing	filiali	44,8 mld. (attività nette)	35,1 mld., di cui 21,2 mld. per mutui	36,2 mld. (raccolta diretta); 16,0 in c/c e depositi liberi	1,7 mln. di clienti	8.775 (a fine 2012)	882 (a fine 2012)
ING Direct N.V.	raccolta, mutui residenziali, trading on line	banca virtuale, agenti sul territorio, filiali	23 mld.	7 mld. per mutui ipotecari retail (2011)	nd.	oltre 1 mln. di clienti	680	13 filiali, on line e "Punto Arancio"

Nota: (*) bilancio d'esercizio 2012; (**) bilancio consolidato 2012.

I cinque gruppi bancari analizzati hanno nel tempo realizzato strategie di ingresso in Italia molto differenziate, sia tramite filiazioni, sia mediante l'acquisizione di banche italiane o di reti di filiali pre-esistenti ed appartenenti a banche nazionali, sia con l'apertura di "punti" o negozi finanziari specializzati.

Ad oggi, permangono soluzioni organizzative e di presenza territoriale molto diverse ma integrate fra loro, che rendono fruibile in modo complementare l'accesso della clientela anche ai servizi *retail* di base.

Nel complesso, a fine 2012, filiali e filiazioni dei cinque gruppi esaminati registravano un totale attivo di circa 182 miliardi di euro, in linea con il dato dell'anno precedente. Di questi, circa l'80% (147 miliardi di euro) sono rappresentati da crediti verso clientela, al cui interno l'aggregato più significativo – circa 97 miliardi, poco meno di 2/3 – è costituito da mutui residenziali *retail*. Sebbene questi dati siano parzialmente incompleti e alcuni non ancora aggiornati, possiamo rilevare come circa la metà degli impieghi delle 5 banche estere presenti nel campione sia destinato all'erogazione di finanziamenti immobiliari in ambito *retail*.

Sul fronte della raccolta, la raccolta diretta da clientela si è attestata a circa 97 miliardi di euro (dati disponibili per 3 banche): all'interno di tale aggregato la forma predominante è relativa a passività verso la clientela rappresentate da depositi liberi e conti correnti (circa 66 miliardi di euro).

7.4 Il credito specializzato

7.4.1 Il credito al consumo

Secondo le rilevazioni dell'Associazione Italiana del credito al consumo e immobiliare (Assofin), a fine 2012, il settore del credito al consumo in Italia valeva circa 48 miliardi di euro.

È possibile evidenziare come nel 2012 i flussi abbiano subito una significativa riduzione, a conferma della contrazione registrata a partire dal 2008 (-12,5 miliardi). In tale comparto di attività, gli operatori esteri hanno stabilizzato la propria quota di mercato attorno al 50%.

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 2012 gli operatori esteri associati erano 20, di cui 6 banche estere, in linea con il dato 2011.

A partire dal 2008 i volumi finanziati dalle associate estere risultano costantemente superiori rispetto agli intermediari italiani. Nel 2012, tuttavia, il calo dei flussi riconducibili agli operatori esteri è stato del 10,9% rispetto al 2011. Su tale andamento, peraltro, hanno inciso non solo l'andamento negativo dell'intero comparto (-1,2% nelle consistenze di fine periodo registrato a dicembre 2012 sui 12 mesi precedenti), che ha riguardato sia banche sia società finanziarie, ma anche il peggioramento della qualità del credito.

Tab. 4 – Numerosità degli operatori e flussi finanziari cumulati nel mercato del credito al consumo per origine dell'intermediario (2008/12, valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assofin

	2008		2009		2010		2011		2012	
	Numero di operatori e flussi	%								
Numero enti eroganti ^(*)										
Intermediari italiani	17	47,2	19	48,7	20	48,8	20	51,3	20	51,3
Intermediari esteri	19	52,8	20	51,3	21	51,2	19	48,7	19	48,7
di cui: banche estere	5	13,9	6	15,4	6	14,6	6	15,4	6	15,4
Totale	36	100	39	100	41	100	39	100	39	100
Flussi finanziati cumulati										
da intermediari italiani	29,69	48,9	27,05	48,8	24,63	47,0	25,09	48,5	24,34	50,6
da intermediari esteri	30,97	51,1	28,34	51,2	27,76	53,0	26,65	51,5	23,74	49,4
di cui: da banche estere	4,35	7,2	4,52	8,2	3,96	7,6	4,45	8,6	4,02	8,4
Totale	60,66	100	55,39	100	52,40	100	51,74	100	48,07	100

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

In quattro anni la perdita di oltre 10 miliardi di erogato – secondo le parole del Presidente di Assofin, Salomone – ha riportato il comparto indietro di un decennio: su questo hanno pesato fortemente la disoccupazione e l'erosione del reddito e della capacità di spesa delle famiglie, unitamente ad alcuni andamenti particolarmente negativi che hanno caratterizzato certi comparti del credito (i prestiti finalizzati per l'acquisto di autovetture, ad esempio, nel 2012 sono scesi del 18%), ovvero le riforme normative che hanno fortemente ridimensionato il numero di operatori presenti (ad esempio nei servizi di cessione del quinto).

Assofin, nell'Osservatorio congiunto con CRIF e Prometeia, rileva come vi siano attese per un progressivo ma debole miglioramento dello scenario macroeconomico e finanziario, dato che – come emerso anche su altri fronti quali quello del rilancio degli investimenti produttivi e dell'attrattività del sistema Italia – la ripresa dipenderà dall'efficacia delle politiche di aggiustamento dei conti pubblici e dalle tempistiche di rientro dalla crisi del debito sovrano. Anche qualora dal 2014 si potranno confermare e rafforzare i trend positivi, la domanda di credito delle famiglie è attesa solo in moderata ripresa, per le condizioni di fragilità e di rischiosità che permarranno più a lungo.

Sul fronte dell'offerta gli intermediari potranno reagire con politiche comunque selettive, intese a tenere sotto controllo l'esposizione ai rischi, i costi della raccolta e i livelli di patrimonializzazione. Potrà così essere l'occasione per una revisione dei modelli di *business* e di servizio, in cui i vincoli di equilibrio economico-patrimoniale siano più rilevanti rispetto alla massimizzazione dei volumi e alla crescita delle quote di mercato.

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 relativi alle consistenze e alle quote di mercato per operatore a fine 2012.

Dall'analisi condotta emerge che il numero di soggetti esteri censiti da Assilea (e che hanno autorizzato la pubblicazione dei dati) è diminuito di 4 unità, da 31 a 27 operatori, tra il 2011 e il 2012.

Nel 2012, la quota detenuta dagli intermediari esteri ha registrato una significativa crescita rispetto agli anni precedenti, attestandosi al 39% del totale di mercato. A fine 2012 il controvalore detenuto da soggetti esteri era pari a 6,5 miliardi di euro, di cui 5,2 miliardi di euro riconducibili a banche (il 79,8% della quota di mercato relativa a soggetti esteri) e circa 1,3 miliardi riconducibili ad operatori specializzati.

Sulla base della classifica per stipulato delle associate Assilea 2012, gli operatori esteri presenti nella *top ten* sono 4 e ad essi è riconducibile un controvalore stipulato nei 12 mesi di poco più di 2,8 miliardi di euro, ovvero il 27% del totale *top ten* e il 18% del mercato. La quota di penetrazione degli operatori esteri sale al 25% del totale mercato

considerando gli 8 intermediari esteri che sono presenti nella classifica delle prime 20 associate per stipulato.

Tab. 5 – Distribuzione del controvalore dello stipulato dei contratti di leasing sul mercato italiano e per origine degli intermediari (2005/12, valori in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assilea

	2005		2006		2007		2008	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Intermediari italiani	36,57	83,1	38,25	79,7	38,10	78,3	28,13	72,8
Intermediari esteri	7,45	16,9	9,74	20,3	10,59	21,7	10,53	27,2
di cui: banche estere	4,83	11,0	7,17	14,9	7,99	16,4	8,17	21,1
Totale	44,02	100	47,99	100	48,69	100	38,66	100

	2009		2010		2011		2012	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Intermediari italiani	18,97	73,2	20,30	74,8	17,07	69,3	10,15	61,0
Intermediari esteri	6,93	26,8	6,85	25,2	7,55	30,7	6,50	39,0
di cui: banche estere	5,76	22,2	5,62	20,7	6,09	24,7	5,19	31,2
Totale	25,90	100	27,15	100	24,62	100	16,65	100

La flessione estremamente marcata dell'attività di *leasing* registrata nel 2012, in termini sia di numero di contratti registrati, sia di valore, riflette gli effetti determinati dal protrarsi dell'attuale crisi economico-finanziaria. In particolare, la riduzione dei consumi e la progressiva contrazione della produzione industriale si sono tradotte nel 2012 in un calo in termini reali dell'8% degli investimenti fissi lordi, con andamenti negativi in tutti i comparti di beni finanziabili in *leasing*. Il quadro è stato reso più complesso dalla crisi del settore immobiliare e dall'esaurirsi di molti degli incentivi legati alle fonti energetiche rinnovabili.

Su queste dinamiche hanno inciso anche le manovre fiscali di stampo restrittivo adottate dal governo, che hanno avuto, tra gli altri, l'effetto di vincolare la spesa delle amministrazioni pubbliche. L'offerta di nuovi finanziamenti, inoltre, è stata fortemente frenata dai sempre più elevati costi del *funding* sostenuti dalle società di *leasing* e dal peggioramento della qualità del credito, che ha indotto ad una maggiore cautela nella concessione dei nuovi finanziamenti.

Il trend discendente registrato dal *leasing* negli ultimi mesi del 2011, si è accentuato ed esteso a comparti che erano rimasti sostanzialmente immuni dagli effetti negativi della recessione o che addirittura avevano avuto una performance positiva, come quello energetico (-25,5% per numero di transazioni e -46,4% per controvalore). La sola eccezione è

rappresentata dal *cluster* delle società “*captive*” di emanazione delle case costruttrici, per la maggior parte specializzate nel *leasing* auto, fra cui numerose sono le società a capitale prevalentemente estero. Gli operatori esteri hanno visto crescere i propri volumi in particolare nei comparti dei veicoli commerciali e industriali.

7.4.3 Il factoring

L’aggiornamento dei dati relativi al mercato italiano del *factoring* è stato possibile grazie all’analisi e all’elaborazione delle statistiche diffuse 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 2012, 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 2012).

Il *turnover* per l’esercizio 2012 si è attestato a circa 175 miliardi di euro, in crescita del 3,8% rispetto all’esercizio precedente. La quota dei soggetti esteri è pari a 36,9 miliardi di euro (21%). Seppur tendenzialmente stabile rispetto all’esercizio 2011, la quota detenuta dai soggetti esteri risulta inferiore a quella registrata nel 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 associato, il mercato è piuttosto concentrato: la *market share* dei primi tre intermediari sul *turnover* complessivo di mercato è pari al 62,2%. In terza posizione si colloca il primo operatore estero, con una quota individuale del 15,2% del mercato. Tale intermediario detiene circa il 72% della quota di *turnover* riconducibile alle società di *factoring* estere.

Tab. 6 – Presenza degli operatori esteri e distribuzione del turnover sul mercato italiano del factoring per origine degli intermediari (2007/12, valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assifact

	2007	2008	2009
N° associate	35	35	34
di cui: italiane	27	27	25
di cui: estere	8	8	9
Turnover	108,8	121,6	117,2
di cui: intermed. esteri	24,8	30,1	29,3
quota % intermed. esteri	22,8	24,7	25,0

	2010	2011	2012
N° associate	35	36	34
di cui: italiane	27	28	26
di cui: estere	8	8	8
Turnover	136,8	168,9	175,3
di cui: intermed. esteri	31,4	36,4	36,9
quota % intermed. esteri	23,0	21,6	21,1

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

Oltre al dato del flusso di *turnover*, è interessante esaminare anche il trend nel tempo dello stock di crediti in essere (cd. *outstanding*). Nel triennio 2010/12 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 57,5 miliardi di euro nel 2012 (+76,7% rispetto all'esercizio 2009).

Nel 2012, lo stock di crediti riconducibile a soggetti esteri, pari a 11,9 miliardi di euro (tab. 7), è risultato in calo del 23% rispetto all'anno precedente; ciò ha determinato anche un calo di circa 6 punti percentuali nella quota di mercato sull'*outstanding* detenuta dagli intermediari esteri.

Le classifiche individuali per operatore riferite ai crediti in essere evidenziano, come già rilevato con riferimento al *turnover*, un posizionamento molto importante dei primi tre operatori, i quali detengono il 58% dello stock di crediti in essere al 31 dicembre 2012. Il primo operatore estero, collocato in terza posizione, detiene una quota di mercato individuale del 14,6% e ad esso si può ricondurre circa il 70% dello stock di crediti presenti nel portafoglio degli intermediari esteri.

Tab. 7 – *Andamento dei crediti in essere sul mercato italiano del factoring per origine degli intermediari (2007/12, consistenze di fine anno, valori in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assilea*

	2007	2008	2009
N° di rispondenti	31	34	33
di cui: intermediari esteri	6	8	9
Stock di crediti in essere	39,7	85,5	32,5
di cui: intermediari esteri	7,1	7,8	7,1
quota % intermed. esteri	17,8	9,1	21,9
	2010	2011	2012
N° di rispondenti	32	35	31
di cui: intermediari esteri	8	9	7
Stock di crediti in essere	50,8	57,2	57,5
di cui: intermediari esteri	13,5	15,5	11,9
quota % intermed. esteri	26,5	27,0	20,6

La situazione del mercato del credito, che rimane drammatica e stagnante in termini di crescita dei prestiti bancari, non dipende più (solo) dalla difficoltà delle banche di erogare finanziamenti ma anche dalla domanda, che – come ha recentemente spiegato Alessandro Carretta, segretario generale di Assifact – è percepita come rischiosa. La richiesta di liquidità da parte delle imprese è ancora soprattutto orientata alla ristrutturazione del debito e alla copertura di fabbisogni di breve/brevissimo termine ai fini della gestione del capitale circolante. Risulta ancora assente la domanda per investimenti. Nonostante questo il *factoring* è risultato un efficace strumento di sostegno alle imprese: dopo Regno Unito, Francia e Cina (che dal 2001 rappresenta il primo mercato mondiale), il mercato italiano continua ad essere uno dei più importanti e rappresenta il 14% del totale europeo e il 9% di quello globale. Sulla base delle stime Assifact, l'88% della clientela è rappresentato da imprese private. Un elemento di attenzione peculiare del nostro sistema riguarda l'incidenza – pari a circa il 30% – dei crediti verso la Pubblica Amministrazione, i cui lunghi tempi di pagamento impongono alle imprese l'accesso a forme di finanziamento per lo sconto dei crediti esistenti. Se, da un lato, ciò alimenta la domanda di soluzioni da parte di operatori del *factoring*, dall'altro il recepimento in Italia della nuova direttiva europea sui ritardi di pagamento (D.Lgs. 9 novembre 2012, n° 192) potrebbe determinare un rallentamento della domanda.

Tuttavia, sempre secondo Assifact, l'esperienza anglosassone dimostra esattamente il contrario: nel Regno Unito si paga a meno di 30 giorni e il mercato del *factoring* è secondo al mondo dopo quello cinese.

Inoltre le procedure della Pubblica Amministrazione sono complicate e quindi l'adeguamento operativo non potrà essere immediato. L'accelerazione di tempi di pagamento, infine, garantirà una maggiore rotatività del monte-crediti con benefici attesi sia per le imprese affidate, in particolare quelle che sono fornitrici della Pubblica Amministrazione, sia per gli enti pubblici stessi. I *factor* potranno cogliere nuove opportunità di mercato, ad esempio mediante strumenti che facilitino ulteriormente lo smobilizzo della liquidità, con prodotti di tipo "*maturity*" che potrebbero consentire ai debitori originari di dilazionare il pagamento oltre il termine, offrendo una ulteriore "finestra" di uno-due mesi di flessibilità.

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*”, edizioni 2011 e 2012
- AIBE, “*Banche ed operatori esteri in Italia. Tra continuità e innovazione finanziaria. Il supporto all’economia del Paese nell’anno 2010*”, giugno 2011
- AIBE, “*Banche ed operatori esteri in Italia. Il supporto all’economia del Paese nell’anno 2011*”, giugno 2012
- AIFI, “*Documento propositivo per il nuovo Parlamento*”, marzo 2013
- AIFI, “*Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2012*”, Survey AIFI-PricewaterhouseCoopers, 2013
- Assifact, “*Fact & News*”, n° 1, marzo/aprile 2013
- Assilea, “*Rapporto sul leasing anno 2012*”, 2013
- Assogestioni, “*Mappa del risparmio gestito – IV trimestre 2012*”, febbraio 2013
- Assosim, “*Rapporto periodico anno 2012 sui dati di negoziazione degli associati Assosim*”, 2013
- Assosim, “*Relazione annuale del Presidente all’Assemblea degli Associati – Esercizio 2011*”, Milano, 29 marzo 2012
- Banca d’Italia, “*Il turnover dei mercati dei cambi e derivati in Italia*”, comunicato stampa, 1° settembre 2010
- Banca d’Italia, “*Rapporto sulla stabilità finanziaria*”, n° 5, Roma, aprile 2013
- Banca d’Italia, “*Relazione Annuale*” e “*Appendice*”, Roma, 31 maggio, anni vari
- Banca d’Italia, “*Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter*”, comunicato stampa, anni vari
- Banca dei Regolamenti Internazionali, “*Aspetti salienti delle statistiche internazionali BRP*”, Basilea, giugno 2013
- Banca dei Regolamenti Internazionali, “*Statistical Annex*”, in *BIS Quarterly Review*, anni vari

- Blundell-Wignall A., “*Solving the financial and sovereign debt crisis in Europe*”, OECD: Financial Market Trends, vol. 2011, issue 2, 2012
- Bofondi M., Carpinelli L. e Sette E., “*Credit supply during a sovereign debt crisis*”, Banca d’Italia, Temi di Discussione, n° 909, aprile 2013
- Borroni M., “*L’internazionalizzazione in entrata nel sistema bancario italiano*”, in Oriani M. (a cura di), “*Banche e internazionalizzazione – Strategie e casi di successo*”, Bancaria Editrice, Roma, 2006
- Brunori F., Carlini V, Rapacciuolo C., “*Nuova finanza per le imprese: più capitale, più bond e strumenti innovativi per le PMI*”, Centro Studi Confindustria, n° 4, 4 maggio 2013
- Bufacchi I., “*Il peso del debito italiano nei calcoli degli investitori*”, Il Sole 24 Ore, 2 gennaio 2013
- CCIAA Milano-Promos, “*Osservatorio Investimenti Diretti Esteri*”, Invest in Milan, aprile 2012
- Confindustria Lombardia, “*L’internazionalizzazione delle imprese lombarde*”, aprile 2013
- Consob, “*Bollettino Statistico*”, n° 2, marzo 2013
- Consob, “*Relazione Annuale*”, anni vari
- Consob, ABI, AIFI, Assirevi, Assogestioni, Assosim, Borsa Italiana, Confindustria, Fondo Italiano d’Investimento e Fondo Strategico Italiano, “*Memorandum d’Intesa per l’attuazione del Programma di interventi volto a favorire l’accesso delle medie imprese nazionali al mercato del capitale di rischio, tramite l’ammissione delle relative azioni alla quotazione e l’intervento di fondi dedicati*”, Milano, 25 marzo 2013
- Degli Innocenti N., “*Nella City sfilava il private equity italiano*”, Il Sole 24 Ore, 29 maggio 2013, pag. 34
- Deloitte, “*Italy private equity confidence survey. Outlook per il primo semestre 2013*”, Financial Advisory Services, n° 1, 2013
- Diviach M., Fusaro G. e Muzio A., “*Il ruolo dei fondi pan europei nel mercato italiano del private equity*”, AIFI, Quaderni sull’Investimento nel Capitale di Rischio, n° 33, febbraio 2013
- Fondo Monetario Internazionale, “*Fiscal monitor. Fiscal adjustment in an uncertain world*”, aprile 2013
- Fondo Monetario Internazionale, “*Global Financial Stability Report*”, aprile 2013

- IR Top, “*Gli investitori istituzionali nel segmento STAR di Borsa Italiana*”, VI edizione, comunicato stampa, 25 marzo 2013
- ISTAT, “*Struttura e attività delle imprese a controllo estero*”, Statistiche in breve, anni vari
- KPMG, “*Rapporto Mergers & Acquisitions. In cerca di una direzione: il mercato aspetta segnali di ripresa. Anno 2012*”, KPMG Corporate Finance, maggio 2013
- MEFOP, “*Bollettino Statistico*”, n° 47, marzo 2013
- Ministero dello Sviluppo economico-Ministero delle Infrastrutture e Trasporti, “*Cantiere Crescita. Sintesi delle attività*”, 2013
- Monti M., “*Goldman Sachs «promuove» l’Italia: il governo Letta ha innescato la fiducia*”, Il Sole 24 Ore, 11 maggio 2013
- Morino M., “*La ricerca Alstom in Lombardia*”, Il Sole 24 Ore, 5 giugno 2013, pag. 35
- Morino M., “*La ricerca Alstom in Lombardia*”, Il Sole 24 Ore, 5 giugno 2013, pag. 35
- UNCTAD, “*World Investment Report*”, 2012
- World Bank, “*Doing business 2013*”, Washington DC, USA, 2013
- World Economic Forum, “*The Global Competitiveness Report 2012–2013*”, Ginevra, 2012
- Zoli E., “*Italian sovereign spreads: their determinants and pass-through to bank funding costs and lending conditions*”, IMF Working Paper, WP/13/84

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, Sede di Milano della Banca d’Italia

Lorenzo Esposito

Divisione Supervisione Banche, Sede di Milano della Banca d’Italia

Alessandra Piro

Consultant presso Consilia Business Management SpA

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 2013
da Arti Grafiche Tibiletti- Azzate (VA)