



BANCHE ED OPERATORI ESTERI IN ITALIA

**Il supporto all'economia
del Paese nell'anno 2013**

Giugno 2014

Associazione fra le Banche Estere in Italia

In collaborazione con

CONSILIA
business management

Il rapporto è stato curato dal dott. Carlo Arlotta e dalla dott.ssa Alessandra Piro di Consilia Business Management SpA e dal dott. Andrea Uselli, dell'Università degli Studi dell'Insubria. Benché il lavoro sia frutto di comune elaborazione, si attribuiscono a Carlo Arlotta 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 dal dott. Lorenzo Esposito e dalla dott.ssa Valentina Riviera, della Divisione Supervisione Banche, Banca d'Italia, sede di Milano.

Si ringraziano la dott.ssa Emanuela Atripaldi di Banca d'Italia e 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 delle banche e degli intermediari esteri.

Il rapporto è aggiornato con le informazioni disponibili al 3 giugno 2014.

INDICE

	Presentazione	pag.	1
1.	L'internazionalizzazione del sistema Italia: alcuni dati a confronto	pag.	3
	1.1 Condizioni di attrattività del sistema Italia	»	4
	1.2 La presenza di imprese a controllo estero	»	7
2.	Debito pubblico e rischio sovrano	pag.	13
	2.1 Stock di debito e conseguenze del rischio sovrano	»	13
	2.2 L'esposizione dell'estero verso l'Italia	»	17
3.	Le modalità di presenza delle banche estere in Italia: alcune informazioni di struttura	pag.	21
	3.1 Gli Uffici di Rappresentanza	»	21
	3.2 Le filiali di banche estere	»	22
	3.3 L'andamento del numero di sportelli delle banche estere	»	24
	3.4 Il personale impiegato presso le banche estere	»	27
4.	Corporate & Investment Banking	pag.	29
	4.1 La finanza strutturata	»	30
	4.1.1 I prestiti sindacati	»	30
	4.1.2 Le operazioni di cartolarizzazione	»	36
	4.1.3 Il project finance	»	37
	4.2 Private equity e venture capital	»	42
	4.3 Le operazioni di Merger & Acquisition	»	46
5.	Consulenza e operatività sui mercati dei capitali e su strumenti derivati	pag.	53
	5.1 L'attività delle banche estere nei Debt Capital Markets	»	53
	5.2 L'operatività nell'Equity Capital Market	»	58
	5.3 Le negoziazioni su MTS	»	63
	5.4 Le negoziazioni sui mercati cash e Idem	»	65
	5.4.1 L'analisi del mercato cash	»	65
	5.4.2 L'analisi del mercato Idem	»	67
	5.5 L'operatività su strumenti derivati	»	68

6.	Asset management	pag.	71
6.1	Gestione collettiva e di portafoglio: la quota di mercato detenuta dai gruppi esteri	»	71
6.2	Il grado di concentrazione nell'industria del risparmio gestito in Italia	»	75
6.3	Il posizionamento degli intermediari esteri nel comparto dei fondi pensione	»	77
6.4	Alcune considerazioni di sintesi	»	78
7.	Raccolta e impieghi delle banche estere in Italia	pag.	81
7.1	L'andamento delle principali voci dei bilanci degli operatori esteri nel 2013	»	81
	7.1.1 <i>Attività: finanziamenti</i>	»	81
	7.1.2 <i>Attività: titoli</i>	»	83
	7.1.3 <i>Passività: depositi</i>	»	84
	7.1.4 <i>Passività: debiti verso banche</i>	»	84
	7.1.5 <i>Passività: raccolta di mercato</i>	»	84
7.2	L'esposizione creditizia verso il nostro Paese: le evidenze di un campione di banche estere attive in Italia	»	85
7.3	Raccolta e impieghi sul mercato domestico nel comparto retail	»	88
7.4	Il credito specializzato	»	92
	7.4.1 <i>Il credito al consumo</i>	»	92
	7.4.2 <i>Il leasing</i>	»	93
	7.4.3 <i>Il factoring</i>	»	95
	Bibliografia	pag.	99
	Gli Autori	pag.	103

Highlights

103	Succursali e filiazioni di banche estere a fine 2013
17%	% su totale attivo del sistema bancario italiano nel 2013
32%	Debito pubblico detenuto da non residenti a fine 2013
293 mld.	Patrimonio gestito nell' <i>asset management</i> a fine 2013
61-71%	Prestiti sindacati e emissioni su mercato dei capitali di debito (media 2005/13)
18%	Raccolta di provenienza estera nel mercato italiano del <i>private equity</i> e <i>venture capital</i> nel 2013
58%	Mercato italiano del <i>project finance</i> (media 2005/2013)
43%	Peso delle operazioni "Estero su Italia" sul controvalore delle operazioni di M&A concluse in Italia nel 2013
69	Numero di società quotate con presenza di investitori istituzionali esteri nel 2013
83%	Presenza di investitori istituzionali esteri sul totale degli investitori qualificati su Star di Borsa Italiana nel 2013
67%	Negoziazioni su MTS (Cash Market e Repo Market) nel 2013
46%	Mercato italiano del credito al consumo nel 2013
39%	Mercato italiano del <i>leasing</i> nel 2013
21%	Mercato italiano del <i>factoring</i> nel 2013

PRESENTAZIONE

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

Il Rapporto analizza e aggiorna a fine 2013 i dati relativi alla penetrazione di banche ed operatori finanziari attivi nel nostro Paese, attraverso la disamina delle principali linee di *business* in cui essi sono presenti.

Il soddisfacimento dei fabbisogni e delle esigenze della clientela – *retail, corporate* e enti della Pubblica Amministrazione – è perseguito mediante l'offerta di una gamma di prodotti e servizi ampia, articolata, di qualità e ad alto valore aggiunto.

Il Rapporto presenta anzitutto un aggiornamento del quadro e della condizione macro-economica del nostro Paese, con riferimento alle condizioni di attrattività degli investimenti esteri, attraverso l'analisi dei dati sugli IDE (Investimenti Diretti Esteri) in entrata e delle caratteristiche operative delle imprese italiane a controllo estero. Nel capitolo 2 sono riportati i principali dati a supporto di alcune considerazioni in merito al ruolo degli investitori esteri sul debito pubblico.

I capitoli successivi sono dedicati ai principali comparti dell'operatività e delle linee di *business* in cui sono attivi banche ed intermediari finanziari esteri.

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

Guido Rosa

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

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

L'Italia deve tornare ad essere un Paese attrattivo.

Dietro questo *statement*, forse fin troppo utilizzato, si nascondono un obiettivo e una missione assolutamente condivisibili, ma anche il lato debole della nostra economia.

Ogni recente indagine economica tesa ad evidenziare le condizioni di competitività del nostro Paese, sia in una prospettiva “interna” (ovvero focalizzata sui punti di forza e di debolezza della nostra economia), sia in un'ottica comparata (ovvero che esamini la nostra posizione rispetto a Paesi esteri – più o meno – vicini e ritenuti *competitor* economici e su scala internazionale) si conclude sostanzialmente con la rilevazione della perdita di competitività del nostro Paese e la limitata – ed in più decrescente – capacità di attrarre investimenti esteri.

Numerose sono state, anche sotto l'impulso della necessità di avviare un percorso virtuoso di ripresa e di uscita dalla crisi, le iniziative a livello politico e associativo-imprenditoriale tese verso tale obiettivo. La maggiore attrattività del Paese è anche condizione essenziale per l'aumento della competitività del nostro tessuto imprenditoriale e produttivo.

In particolare, segnaliamo un rilevante provvedimento – sotto l'allora Governo Letta – denominato “Destinazione Italia” (legge 9/2014) che contiene un complesso di misure “finalizzate a favorire in modo organico e strutturale l'attrazione degli investimenti esteri e a promuovere la competitività delle imprese italiane”.

Nel presente Rapporto analizzeremo il tema dell'attrattività del nostro Paese secondo due profili. In primo luogo esamineremo alcune condizioni di attrattività, sulla base dei dati sugli Investimenti Diretti Esteri (IDE) che derivano dalle elaborazioni UNCTAD. In secondo luogo si descriveranno alcuni profili di internazionalizzazione in entrata, sulla base dei dati ISTAT relativi alle imprese a controllo estero (*Multinational Enterprises*, MNEs) operanti nel nostro Paese.

1.1 Condizioni di attrattività del sistema Italia

A livello mondiale, secondo i dati del “*World Investment Report 2013*” dell’UNCTAD, nel 2012 il flusso globale di IDE (Investimenti Diretti Esteri) in entrata (cd. FDI *inflows*) è risultato pari a 1.351 miliardi di dollari, in calo su base annua del 18%. A fine 2012 lo stock accumulato era pari a 22.813 miliardi di dollari.

Le prospettive di una ripresa dell’economia mondiale più lenta delle attese, principalmente a causa dell’incertezza politica e della fragilità economica in alcune aree del mondo contribuiscono a spiegare tale andamento negativo. Le stime preliminari UNCTAD sui dati 2013 segnalano l’attesa per una parziale ripresa: tali valori, tuttavia, dovrebbero confermarsi poco distanti dal dato 2012, con un tetto massimo di IDE che non dovrebbe superare i 1.450 miliardi di dollari. Nella misura in cui, almeno su un orizzonte di medio/lungo termine, si ripristinerà la fiducia degli investitori, i flussi di IDE potranno raggiungere i 1.600 miliardi nel 2014 e i 1.800 nel 2015. Si conferma, tuttavia, la presenza di significativi rischi in questo scenario economico.

Con riferimento all’Italia, nel 2012 il flusso di FDI *inflows* è stato pari a 9.625 milioni di dollari, intercettando così meno del 4% degli IDE in entrata verso la UE-27, con una percentuale più che dimezzata rispetto al dato 2011, e meno dell’1% (0,7%) del flusso mondiale. In termini assoluti, l’Italia si è posizionata al nono posto per capacità di attrarre flussi di IDE nell’anno 2012 (4 posizioni peggio del 2012). Sebbene i confronti a valori assoluti tra diversi Paesi siano sempre da impiegare con prudenza (perché occorrerebbe relativizzare i flussi di IDE alla dimensione del Paese, al numero di abitanti, alla ricchezza creata, ecc.), l’Italia resta ancora significativamente distante dalla parte alta della classifica (Regno Unito, Irlanda, Lussemburgo, Spagna e Francia). Questi cinque Paesi hanno attratto, in media, circa 34 miliardi di dollari, per un totale di oltre 172 miliardi, ovvero i 2/3 del totale UE-27.

I flussi 2012 di IDE in entrata hanno rappresentato solo lo 0,5% del PIL, uno dei dati più bassi dell’ultimo decennio e ben inferiori alla media dei Paesi UE-27 (2,8%, con l’esclusione del valore *outlier* del Lussemburgo).

Nel 2012 i progetti di espansione e gli investimenti diretti *greenfield* – destinati all’avvio o al potenziamento di attività produttive, tecnologiche e di R&S – con destinazione il nostro Paese hanno movimentato un flusso di soli 4 miliardi di dollari (–29% rispetto al

2011) e pari solo al 3,2% dei flussi con destinazione Paesi dell'Unione Europea.

Lo stock di IDE a fine 2012 per l'Italia era pari a 356,9 miliardi di dollari, pari al 4,6% del totale UE-27 e all'1,6% dello stock mondiale. La percentuale si è mantenuta stabile sia rispetto al 2011, sia con riferimento all'andamento del dato nell'ultimo decennio. Il nostro Paese, con riferimento a questo indicatore, si posiziona all'ottavo posto a livello UE-27.

In rapporto al PIL, gli stock di IDE erano pari al 17,7% (circa 2 punti percentuali in più rispetto all'anno precedente), ma ben al di sotto della media UE (46,6%) e di Paesi *competitor* (Germania 20%, Francia 39%, Spagna 44%).

Il quadro non è certo particolarmente confortante. Si sente parlare di IDE da decenni, di pari passo con la crescita della globalizzazione, ma talvolta se ne parla con una accezione – per lo più – “negativa”, legata al possibile timore che i capitali esteri si appropriino del valore e della ricchezza locale. Viceversa, aprirsi alla globalizzazione – oltre a portare nel mondo il “*Made in Italy*” e ben sappiamo in quante nicchie di eccellenza esso sia apprezzato a livello mondiale – significa essere in grado di attrarre capitale finanziario e risorse umane qualificate per la crescita economica, il sostegno del tessuto produttivo nazionale e il rilancio degli investimenti in R&S e *know-how* che possono incrementare il valore aggiunto e la produttività.

L'attività di molte istituzioni – e non solo del Governo e della politica – si sta muovendo anche in questa direzione, beneficiando del contenimento dello *spread* sul debito pubblico e della fiducia per una rinnovata stabilità politica con l'insediamento del Governo Renzi.

Molti impegni politici si sono tradotti nel già citato documento “Destinazione Italia”: le misure da questo previste verranno introdotte progressivamente nell'ordinamento secondo una tempistica che costituirà l'agenda del Governo, in un ampio spettro di settori (fisco, lavoro, giustizia civile, ecc.).

E' necessario ripartire dai punti di forza del nostro Paese, ma anche dalla necessità che servono certezze – nelle regole, nelle procedure, nei tempi – anche e soprattutto per gli investitori esteri.

Come evidenziato anche dai risultati della prima edizione dell'AIBE Index (pubblicati a marzo 2014), il giudizio di un *panel* di testimoni privilegiati in merito alla capacità dell'Italia di attrarre investimenti esteri nel medio/lungo termine è, non solo insoddisfacente (33 punti su

una scala 0-100) con riferimento alla situazione attuale, ma anche molto cauto sull'immediato futuro. Non si vedono – agli occhi degli intervistati – né una strategia per accrescere la competitività del Paese, né particolari attese positive che possano derivare dal Semestre di Presidenza europea o dall'Expo 2015. Vedremo se i risultati delle recenti elezioni europee segneranno una qualche svolta politica verso l'accelerazione delle tanto attese riforme strutturali di cui il Paese necessita.

Tra i punti di forza si rilevano l'eccellenza e la qualità delle risorse umane nel mondo del lavoro e la solidità del sistema bancario. Numerosi (e ampiamente noti) i punti di debolezza: dalle carenze infrastrutturali alla instabilità politica, dalla assenza di chiarezza del quadro normativo al carico fiscale, dal peso della burocrazia ai tempi della giustizia civile.

Non sappiamo dire se questo particolare momento storico ed economico sia, anche come necessaria ripresa dalla crisi, una sorta di “*last call*” per il nostro Paese. Oppure se, anche in questo caso, ci limiteremo a chiederci se “Sarà la volta buona?” e, in caso di risposta negativa, accontentarci di spiegarla argomentando con riferimento ai consueti fattori ambientali respingenti e poco attrattivi agli occhi degli investitori esteri.

La realtà – e la stampa economica recente lo conferma – evidenzia come vi siano importanti opportunità, unitamente non solo con riferimento a manifestazioni di interesse per imprese italiane, ma anche alla presenza di flussi di liquidità pronti per essere investiti nel nostro Paese. Ne sono esempi recenti, fra gli altri, la trattativa Alitalia-Etihad, la “corsa” ad alcuni marchi di valore, soprattutto nel settore della moda (Krizia, Poltrona Frau) e l'incremento delle quote di partecipazione detenute dal fondo statunitense BlackRock in alcune delle più importanti imprese industriali e gruppi finanziari del Paese.

Per cogliere queste occasioni servono stabilità (a tutti i livelli), affidabilità e credibilità del sistema, attraverso condizioni di funzionamento efficaci e, soprattutto, chiare e certe.

Un altro segnale positivo lo suggerisce un rapporto recente di Credit Suisse, secondo il quale dopo i segnali di ripresa provenienti da Portogallo, Spagna e Irlanda, ora potrebbe essere il turno dell'Italia. Ne è prova, almeno nelle previsioni, l'attesa di crescita del PIL dello 0,7% per il corrente anno. Certo non si tratta di una crescita robusta, ma senz'altro una svolta considerevole rispetto al -2,6% del 2012 e al -1,9% del 2013. Come recita il rapporto, è “un inizio, ma implementare riforme strutturali

significative è il solo modo con cui il Paese riuscirà a sostenere tale traiettoria”¹.

1.2 La presenza di imprese a controllo estero

Secondo l'ultima rilevazione annuale degli “*Inward FATS*” curata da ISTAT e dedicata alla struttura e attività delle imprese a controllo estero, alla fine del 2011 erano presenti in Italia 13.527 imprese a controllo estero (*Multinational Enterprises*, MNEs). Esse erano attive prevalentemente nel comparto dell'industria (9.858 imprese, pari al 73%), a fronte di 3.669 imprese (27%) operanti nei servizi. Rispetto al 2010, la variazione annuale nel numero di imprese è negativa (-1,6%, con un calo di poco più di 200 unità), ma è positiva la variazione sia nel numero di addetti (1,2 milioni, +1,1%), sia nel fatturato (+5,3%) e nel valore aggiunto (+3,3%), grazie anche ad alcune importanti acquisizioni realizzate da investitori esteri.

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		2011	
	Numeri/ flussi	%	Numeri/ flussi	%
Numero di imprese a controllo estero	14.012	100	13.527	100
Industria	4.108	29,3	3.669	27,1
Servizi	9.904	70,7	9.858	72,9
<i>di cui: attività finanziarie e assicurative</i>	562	4,0	537	4,0
Numero di addetti	1.175.235	100	1.198.130	100
Industria	497.940	42,4	445.373	37,2
Servizi	677.295	57,6	752.757	62,8
<i>di cui: attività finanziarie e assicurative</i>	34.538	2,9	67.866	5,7
Fatturato	386.868	100	492.989	100
Industria	164.570	42,5	208.396	42,3
Servizi	222.298	57,5	284.593	57,7
Valore aggiunto	67.522	100	96.580	100
Industria	35.296	52,3	41.433	42,9
Servizi	32.226	47,7	55.147	57,1

¹ T. Murray, “*Ripresa? Potrebbe essere il turno dell'Italia*”, The Financialist, Switzerland Global Enterprise, 6 maggio 2014.

Al netto delle attività finanziarie e assicurative, queste imprese realizzano in Italia un fatturato di 493 miliardi di euro e un valore aggiunto di 96,6 miliardi.

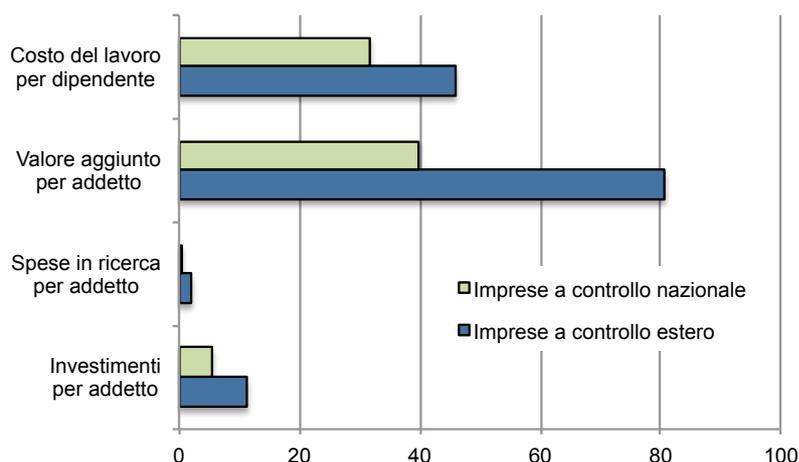
Il peso delle MNEs è particolarmente significativo considerando sia il contributo ai principali aggregati economici industriali dell'industria e dei servizi (7,1% degli addetti, 16,4% del fatturato e 13,4% del valore aggiunto), sia l'incidenza sulla spesa complessiva privata in attività di ricerca e sviluppo, pari al 24%, per un controvalore complessivo di circa 2,6 miliardi di euro.

Tenendo conto delle differenze dimensionali rispetto alle imprese a controllo nazionale (circa 89 *versus* 3,5 addetti), quelle estere sono caratterizzate da una propensione agli investimenti pro-capite più che doppia (circa 11.400 euro *versus* 5.600). Anche tale elemento, fra gli altri, contribuisce al conseguimento di migliori *performance* operative, in termini di produttività e di redditività (si veda la fig. 1).

Nel periodo 2005/11, pur a fronte di un calo del numero di MNEs di quasi 500 unità, ascrivibile soprattutto ai comparti dell'industria (-11%), il numero di addetti è cresciuto (+2%), con significative ricomposizioni inter-settoriali tra industria e servizi. Infatti, il saldo negativo di oltre 50.000 unità negli addetti impiegati nelle attività economiche industriali è stato più che compensato dalla variazione nel numero di addetti nei servizi (+75.000 unità). Questo ha fatto crescere non solo la dimensione media delle MNEs (da 84 a 89 addetti), ma anche le loro *performance* economiche e il valore aggiunto creato.

In termini di redditività (MOL/valore aggiunto) lo *spread* a favore delle imprese a controllo estero si conferma molto elevato (oltre 20 punti percentuali, 43% *versus* 20,4% delle imprese a controllo nazionale), così come netto è il divario in termini di competitività di costo, misurata dal rapporto tra valore aggiunto per addetto e costo del lavoro per dipendente (175% *versus* 126%).

Fig. 1 – Le performance delle imprese a controllo nazionale ed estero a confronto (valori monetari in migliaia di euro, anno 2011) – Fonte: rielaborazione propria su dati ISTAT



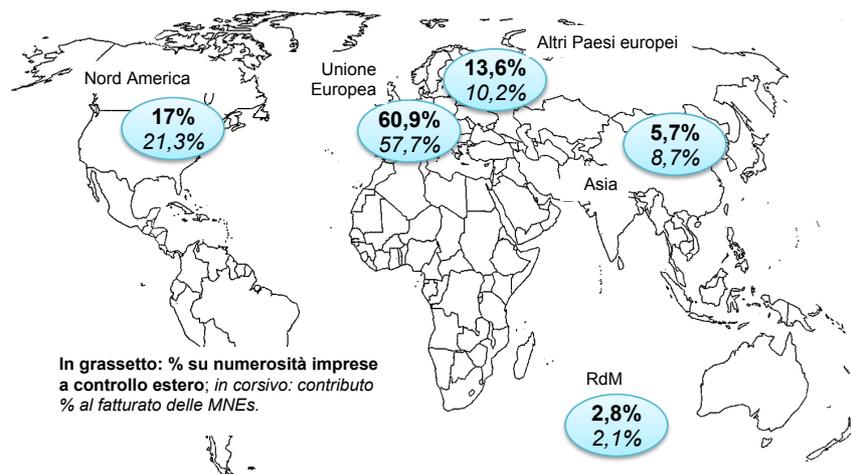
L'analisi dei settori economici di operatività, evidenzia come le multinazionali estere sia particolarmente presenti nelle attività economiche in ambito industriale nella fabbricazione di prodotti farmaceutici (56,1% degli addetti del settore), nella fabbricazione di *coke* e prodotti derivanti dalla raffinazione del petrolio (36,1%) e nella fabbricazione di prodotti chimici (29,6%). Viceversa, per quanto attiene al comparto dei servizi, il peso delle imprese a controllo estero è maggiore nelle attività di informazione e comunicazione (14,8% degli addetti), noleggio, agenzie di viaggio e servizi alle imprese (13,2%) e nelle attività finanziarie e assicurative (11,3%)².

Le multinazionali estere operanti in Italia risultano residenti principalmente nei Paesi dell'Unione Europea, dai quali provengono il 61% delle imprese, che generano circa il 57% del fatturato e del valore aggiunto riconducibile alle imprese a controllo estero (fig. 2). In proporzioni stabili rispetto al 2010 sono presenti altre aree economiche: nel 17% dei casi il controllante ultimo è residente in Paesi del Nord America, nel 14% in altri Paesi europei. Le multinazionali asiatiche, sebbene presenti in numero molto limitato (5,7% delle controllate este-

² ISTAT, "Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia. Anno 2011", 17 dicembre 2013.

re), contribuiscono con l'8,7% al fatturato e con una quota ancora più significativa nelle importazioni (12%).

Fig. 2 – Aree geografiche di provenienza delle imprese a controllo estero (anno 2011) – Fonte: rielaborazione propria su dati ISTAT



Gli USA si confermano leader nella classifica per Paesi di provenienza del controllante ultimo (tab. 2), con 2.250 imprese, pari al 16,6% del totale e con una quota – in crescita rispetto al 2010 – del 22,4% degli addetti. La *top ten* della graduatoria per numero di imprese controllate in Italia, come era facile prevedere, vede una presenza rilevante dei Paesi UE (7 su 10), ove risiedono i controllanti ultimi del 51% delle MNEs attive in Italia a fine 2011. Essi esprimono una analoga percentuale di fatturato ed il 53% degli addetti delle imprese a controllo estero.

Tab. 2 – Principali Paesi di provenienza delle imprese a controllo estero (valori in unità e in %, dati a fine 2011) – Fonte: ISTAT

Paesi di residenza (primi 10 Paesi per numero di MNEs)	Numero di imprese	%	Numero di addetti	%	Quote in % sul totale imprese a controllo estero	
					Fatturato	Valore aggiunto
Stati Uniti	2.250	16,6	268.289	22,4	21,0	23,2
Germania	1.933	14,3	166.532	13,9	14,7	12,5
Francia	1.814	13,4	240.550	20,1	15,2	15,8
Svizzera	1.371	10,1	94.569	7,9	7,1	8,3
Regno Unito	1.157	8,6	106.295	8,9	10,9	12,7
Paesi Bassi	542	4,0	54.153	4,5	5,6	4,3
Spagna	538	4,0	25.442	2,1	1,9	1,8
Lussemburgo	532	3,9	19.817	1,7	1,2	1,1
Giappone	354	2,6	27.542	2,3	3,0	2,4
Austria	326	2,4	22.274	1,9	1,0	1,1
Totale top ten	10.817	80,0	1.025.463	85,6	81,7	83,1
Totale imprese a controllo estero	13.527		1.198.130			

CAPITOLO 2. DEBITO PUBBLICO E RISCHIO SOVRANO

2.1 Stock di debito e conseguenze del rischio sovrano

Come riportato da Banca d'Italia nel Bollettino Economico 2/2014 di aprile 2014, dall'estate del 2012 i differenziali di rendimento tra i titoli di stato italiani e i corrispondenti titoli tedeschi si sono progressivamente ridotti. Nei primi giorni di aprile lo *spread* sulla scadenza decennale si assestava a circa 165 punti base, ben al di sotto al valore medio di luglio 2012 (circa 470 punti). Rispetto ai valori disponibili a giugno 2013 in fase di chiusura del Rapporto AIBE sull'attività delle banche estere in Italia nel 2012, i valori attuali dello *spread* decennale sono di circa 100 *basis point* più bassi.

Secondo Banca d'Italia, anche sulla base delle evidenze di un quaderno di ricerca pubblicato nel 2012 dedicato alle stime dei premi sul rischio sovrano nei Paesi dell'Area Euro, la riduzione dei differenziali è riconducibile ad una molteplicità di fattori¹.

Nella fase più acuta della crisi sul debito sovrano italiano (estate 2012), secondo le stime econometriche di Banca d'Italia, circa la metà del differenziale BTP/*bund* a 10 anni era spiegato dalle debolezze dell'economia nazionale. Oggi le aspettative di una maggiore stabilità politica, l'avvio di riforme strutturali e il ritorno di condizioni di fiducia delle imprese italiane ha contribuito a ridurre la portata di questo fattore *country specific*.

I miglioramenti sui differenziali di rendimento, tuttavia, come sopra accennato, sono stati determinati anche da altri fattori. Tra questi, è opportuno ricordare – ad esempio – il sostanziale azzeramento di un indicatore di tensione legato al rischio di reversibilità dell'euro, l'avanzamento del processo di Unione bancaria all'interno della UE e, infine, i progressi dei singoli Paesi verso il risanamento della finanza pubblica e l'attuazione di riforme strutturali.

Nei mesi più recenti, inoltre, si è rilevato un incremento nella domanda degli investitori internazionali verso titoli pubblici dei Paesi dell'Area Euro che nel 2012 erano stati interessati dalla crisi del debito

¹ Di Cesare A., Grande G., Manna M. e Taboga M., “Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries”, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (*Occasional papers*), n° 128, settembre 2012.

sovrano. Ciò si è tradotto in una riallocazione dei portafogli dai Paesi emergenti verso tale area, alla ricerca di rendimenti ancora appetibili ma caratterizzati da volatilità contenuta.

Con riferimento all'Italia, in particolare, si è osservato il ritorno continuo della domanda di titoli da parte di investitori esteri, sia europei che non. Essi, a seconda delle fasi di mercato, hanno partecipato agli scambi sia attraverso il mercato primario (aste e sindacazioni), sia mediante quello secondario, contribuendo ad innalzarne la liquidità. D'altra parte, tale presenza ha stabilizzato e consolidato la quota di titoli del debito pubblico italiano detenuta da operatori esteri che tra la metà del 2011 e l'estate del 2012 si era ridotta significativamente².

In questo quadro vanno così collocati i risultati delle più recenti aste dei titoli di Stato, caratterizzate da una forte domanda e da rendimenti in calo. A titolo di esempio, l'asta dei BTP a 10 anni di fine aprile 2014 (ultimi dati disponibili al momento della stesura del presente Rapporto) ha visto il collocamento di 3 miliardi di euro di titoli con un rendimento del 3,22%, ovvero 89 punti base in meno rispetto all'ultimo collocamento del 2013 (4,11%), e un *bid to cover ratio*³ pari a 1,3. Come già rilevato, in un clima di maggiore fiducia nella coesione dell'Eurozona, gli investitori esteri hanno aumentato gli investimenti in attività finanziarie nazionali, sia titoli pubblici, sia azioni e obbligazioni private.

Due tra i più recenti collocamenti di titoli di Stato a medio/lungo termine (il BTP€i a 10 anni indicizzato all'inflazione europea di marzo 2014 e il BTP a 15 anni di maggio 2014) hanno visto una rilevante partecipazione dei soggetti esteri. Secondo i dati diffusi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, in entrambi i casi il collocamento è stato caratterizzato da una distribuzione geografica molto diversificata e i titoli sono stati assegnati ad investitori esteri per percentuali superiori al 64%. Di questi la quota maggiore è stata sottoscritta da investitori europei (principalmente da Gran Bretagna, Irlanda, Francia); importanti sono altresì le quote sottoscritte da investitori USA (circa 12%).

² Ministero dell'Economia e delle Finanze, "Linee guida della gestione del debito pubblico. Anno 2014", 2013.

³ Il *bid to cover ratio* è il rapporto tra domanda e offerta nelle aste dei titoli di Stato. È un indicatore importante per valutare l'esito di un'asta di titoli di Stato: più il *bid to cover ratio* è elevato e ben superiore ad 1, infatti, maggiore è l'interesse mostrato dagli investitori per i titoli in emissione.

Considerando la finalità e la scadenza temporale attesa di detenzione dell'investimento, circa il 30% del BTP a 15 anni è stato collocato presso investitori con orizzonte di investimento di lungo periodo (23% a fondi pensione e assicurazioni, 7% a banche centrali e istituzioni governative). Di poco inferiori, ma ugualmente significative, le quote di tali investitori nel collocamento del BTP€i a 10 anni di marzo 2014: fondi pensione e assicurazioni si sono aggiudicati il 15% dell'emissione, mentre alle banche centrali è stato assegnato l'11,6% del totale collocato⁴.

Banca d'Italia nel già citato "*Rapporto sulla Stabilità Finanziaria*" rileva come, nonostante il miglioramento delle condizioni finanziarie dei Paesi maggiormente colpiti dalla crisi del debito sovrano, i rischi rimangono comunque elevati. Con riferimento all'Italia, la ripresa resta fragile. Nei primi due mesi del 2014, la riduzione degli *spread* ha attratto volumi ingenti di risorse dall'estero nei confronti dei titoli italiani (acquisti netti). Ovviamente tali flussi – alla ricerca costante delle migliori combinazioni efficienti rendimento/rischio – sono per loro stessa natura altamente volatili e quindi soggetti a spostamenti ingenti anche repentini.

Secondo le indicazioni fornite dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, nel corso del 2014 l'emissione di titoli di Stato sarà tesa alla continuità, rispetto alle indicazioni emerse dall'andamento dei mercati nei mesi più recenti, e all'allungamento della vita media del debito, così come fra l'altro suggerito da AIBE mediante una lettera inviata al Governo nel gennaio 2014. In tale documento si individuavano azioni sulle quali produrre un impegno più marcato e incisivo degli investitori esteri in Italia per contribuire a fronteggiare e superare i problemi e le difficoltà che l'Italia sta affrontando (in particolare, nella copertura del debito e nel sostegno della finanza pubblica, nel supporto al finanziamento e realizzazione di infrastrutture e nello sviluppo dei mercati dei capitali).

Quale sarà, in tale contesto, il ruolo degli investitori esteri? Il ritorno già osservato negli ultimi mesi potrà essere consolidato, riportando la quota del debito pubblico detenuto da soggetti non residenti verso percentuali prossime alle posizioni precedenti alla crisi sul rischio sovrano. Le banche e gli investitori istituzionali esteri, in un'ottica di

⁴ Ministero dell'Economia e delle Finanze, "*Dettagli del collocamento del nuovo BTP€i a 10 anni*", comunicato stampa n° 67 del 13 marzo 2014; Ministero dell'Economia e delle Finanze, "*Dettagli del collocamento del nuovo BTP a 15 anni*", comunicato stampa n° 122 del 15 maggio 2014.

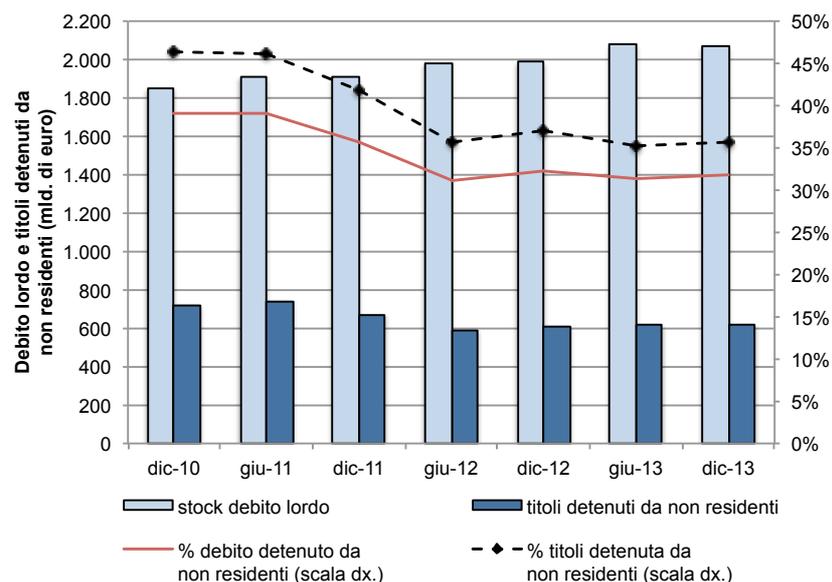
long position sui titoli di Stato italiani, potranno apprezzare particolarmente sia il consolidamento delle azioni di risanamento della finanza pubblica, sia il mantenimento di condizioni di stabilità politica e la ripresa economica, tutti fattori utili a mantenere il rapporto rendimento/rischio efficiente e su posizioni attrattive.

Secondo i dati più recenti disponibili nella nuova “Base Dati Statistica” di Banca d’Italia, tale inversione nelle preferenze dei soggetti esteri è già parzialmente evidente. A fine dicembre 2013, a fronte di un debito lordo delle Amministrazioni Pubbliche pari a 2.069 miliardi di euro, i titoli di Stato detenuti nei portafogli di soggetti non residenti erano pari a circa 619 miliardi, rispetto ad un controvalore totale di titoli di debito pari a 1.735 miliardi di euro. In altri termini, la quota di debito pubblico – titoli e altri rapporti passivi verso l’estero – detenuta da soggetti non residenti era pari al 32%. La percentuale sale a poco meno del 36% considerando, invece, la quota di soli titoli del debito pubblico detenuti nei portafogli di operatori esteri.

Entrambi i valori sono così riallineati al dato di giugno 2012, esattamente prima delle tensioni sul rischio sovrano. Come emerge dalla fig. 1, tuttavia, è ancora evidente lo scarto negativo – nell’ordine di 6-8 punti percentuali – rispetto ai periodi precedenti.

Oltre allo stock complessivo di debito pubblico, un’altra importante criticità del nostro sistema attiene all’elevato rapporto tra debito e PIL. Le elaborazioni del Fondo Monetario Internazionale e del World Economic Forum posizionano l’Italia al 144esimo posto su 148 Paesi analizzati all’interno del “*Global Competitiveness Report 2013-2014*”, con un rapporto debito/PIL pari al 127% a fine 2012, in crescita di quasi 7 punti percentuali rispetto al 2011. E’ un dato certamente critico, che esaminato con riferimento a questo specifico indicatore pone pressione su entrambe le variabili del rapporto, ovvero la capacità di contenimento della spesa pubblica e l’adozione di riforme strutturali per la crescita.

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 Base Dati Statistica-Banca d'Italia



2.2 L'esposizione dell'estero verso l'Italia

Banca d'Italia pubblica con cadenza trimestrale, da fine 2007 e nel recepimento degli Standard di diffusione delle statistiche (SDDS) del Fondo Monetario Internazionale, i dati sul debito estero del Paese. Per le finalità di tali statistiche, la consistenza del debito estero è ripartita per settore residente (Amministrazioni Pubbliche, autorità monetarie, altre istituzioni finanziarie monetarie e altri settori) che ha emesso la passività, per durata originaria (breve e lungo termine) e per strumento (strumenti del mercato monetario, obbligazioni, prestiti, valute e depositi, crediti commerciali, altre passività). L'aggregato è inoltre coerente con le statistiche trimestrali della posizione verso l'estero, di cui il debito estero rappresenta un sottoinsieme"⁵.

Secondo tali rilevazioni, a fine 2013 il debito estero dell'Italia era pari a 1.904 miliardi di euro: la quota riconducibile alle Amministrazioni Pubbliche è pari al 39%, per uno stock di circa 742,5 miliardi di euro.

⁵ Cfr. Banca d'Italia, "Debito estero", statistiche disponibili sul sito www.bancaditalia.it.

Rispetto al 2012 entrambi gli aggregati sono in crescita. Il totale del debito estero (+14,6 miliardi) ha risentito dell'andamento differenziato delle voci che lo compongono: infatti, a fronte di una crescita di 26,2 miliardi del debito delle Amministrazioni Pubbliche, si sono ridotti, fra gli altri, i debiti delle istituzioni finanziarie monetarie residenti (-24,5 miliardi, per un controvalore di fine periodo pari a 482 miliardi di euro).

Altri dati – costruiti su base campionaria e non di sistema – sono le statistiche della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI). Secondo tali rilevazioni, sulla base di un campione internazionale di banche segnalanti (cd. *reporting banks*) di 24 Paesi, a fine 2013 l'esposizione delle banche estere verso il settore pubblico italiano è cresciuta da 198 a 225 miliardi di dollari nel corso del 2013. La quota maggiore di tali posizioni passive è verso banche europee (185 miliardi, in particolare francesi e tedesche), seguite da quelle giapponesi (23,7) e statunitensi (15,6).

Conteggiando complessivamente il debito pubblico e quello privato, l'esposizione dell'estero verso l'Italia nel 2013 è cresciuta del 4,2% (+30,5 miliardi), imputabili soprattutto alla crescita dell'indebitamento pubblico (tab. 1).

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-11	dic-12	giu-13	dic-13	Δ% anno 2013
Rapp. creditizi verso l'estero	715.420	717.804	715.579	748.307	4,2
<i>di cui: Settore pubblico</i>	<i>174.358</i>	<i>198.060</i>	<i>217.886</i>	<i>225.570</i>	<i>13,9</i>
<i>di cui: Banche</i>	<i>109.031</i>	<i>94.048</i>	<i>94.972</i>	<i>102.766</i>	<i>9,3</i>
<i>di cui: Settore privato non finanz.</i>	<i>431.234</i>	<i>424.937</i>	<i>401.620</i>	<i>419.385</i>	<i>-1,3</i>
<i>di cui: banche europee</i>	<i>645.133</i>	<i>632.526</i>	<i>626.648</i>	<i>666.444</i>	<i>5,4</i>
<i>di cui: banche non europee</i>	<i>70.287</i>	<i>85.278</i>	<i>88.931</i>	<i>81.863</i>	<i>-4,0</i>

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, ovvero Francia, Germania e Giappone, detengono circa il 72% del debito pubblico, in leggero rialzo (+1%) rispetto al dato di fine 2011.

La composizione del debito privato (debito bancario e settore privato non finanziario) verso l'estero censito nelle statistiche consolidate della BRI è un altro aggregato di interesse per verificare se anche tali rapporti verso l'estero siano stati influenzati dall'andamento delle valutazioni sul rischio sovrano del nostro Paese.

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		dic-12		giu-13		dic-13	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Francia	66.167	37,9	73.646	37,2	89.030	40,9	88.389	39,2
Germania	41.861	24,0	41.108	20,8	41.978	19,3	49.801	22,1
Giappone	19.504	11,2	25.495	12,9	22.333	10,2	23.709	10,5
USA	8.524	4,9	17.128	8,6	20.132	9,2	15.601	6,9
Spagna	8.536	4,9	8.422	4,3	12.307	5,6	11.644	5,2
Svizzera	3.097	1,8	4.227	2,1	4.256	2,0	10.315	4,6
Belgio	7.136	4,1	6.517	3,3	6.464	3,0	6.693	3,0
Regno Unito	8.445	4,8	6.797	3,4	4.816	2,2	4.053	1,8
Altri Paesi	11.088	6,4	14.720	7,4	16.570	7,6	15.365	6,8
Totale	174.358	100	198.060	100	217.886	100	225.570	100
% su totale (b)		24,4		27,6		30,4		30,1

Nota: (a) sono riportati i primi 8 Paesi per debito pubblico detenuto, ordinati in base allo stock di debito outstanding a fine 2013; (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.

Come si evidenzia nella successiva tab. 3, l'andamento dei due aggregati nel corso del 2013 è stato piuttosto differenziato. L'indebitamento del settore bancario è cresciuto di 8,7 miliardi di dollari, di cui l'88% verso *reporting banks* europee. Lo stock verso queste ultime, pari a circa 90 miliardi di dollari, si è così riallineato ai valori di fine 2011.

L'indebitamento del settore privato non finanziario, al contrario, è calato di 5,5 miliardi di euro, sebbene con un andamento molto differenziato tra primo e secondo semestre del 2013. Il calo è riconducibile esclusivamente alla diminuzione dell'esposizione da parte di banche europee.

Tab. 3 – Andamento e composizione dei rapporti creditizi verso l'estero (debito bancario e 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-11	dic-12	giu-13	dic-13
Settore bancario	109.031	94.048	94.972	102.766
di cui: verso banche EU	90.942	83.321	80.667	90.343
di cui: verso banche non EU	18.089	10.727	14.305	12.423
Settore privato non finanziario	431.234	424.937	401.620	419.385
di cui: verso banche EU	408.088	396.997	373.938	390.835
di cui: verso banche non EU	23.146	27.940	27.682	28.550

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 2013 le succursali di banche estere operanti in Italia erano 80, di cui 1 inclusa in gruppi nazionali, in crescita di due unità rispetto al dato 2012. Sono presenti inoltre 23 filiazioni di società e banche estere, una in meno rispetto al dato di fine 2012.

La quota di mercato degli intermediari esteri (succursali e filiazioni di società e banche estere) rispetto al totale attivo di sistema è pari al 17%, in rialzo di circa un punto percentuale su base annua. La quota riconducibile alle filiali di banche estere è attorno all'8% (+0,3% rispetto al 2012), mentre quella delle filiazioni è passata dall'8,4% al 9%.

3.1 Gli Uffici di Rappresentanza

Secondo quanto risulta dai dati riportati nell'Annuario ABI e integrati con le informazioni ed i dati AIBE, erano presenti in Italia al 31 dicembre 2013 4 Uffici di Rappresentanza riconducibili a banche comunitarie e 5 di banche con sede in un Paese extra-UE, per un totale di 9 (tab. 1).

Tab. 1 – La distribuzione degli Uffici di Rappresentanza delle banche estere in Italia – Fonte: rielaborazione propria su dati AIBE e Annuario ABI, anni vari

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PAESI UE								
Austria								
Oesterreichische Volksbanken	x							
Raiffeisen Bank International AG						x		
Raiffeisen Zentralbank Oesterreich	x	x	x	x	x			
Raiffeisenlandesbank Kärnten	x	x	x	x	x	x		
Raiffeisenverband Salzburg Gmbh – Bank	x	x	x	x	x	x		
Belgio								
KBC Bank	x	x						
Francia								
Crédit Industriel et Commercial	x	x	x	x	x	x	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	x
Malta								
Bank of Valletta	x	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	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	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	x
The Bank for Foreign Affairs of the USSR	x	x	x					
VTB Bank (open joint-stock company)			x	x	x	x	x	x
Ellips Bank						x	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	x
Totale UE	13	13	13	10	9	9	5	4
% su totale UE	65,0	72,2	72,2	66,7	69,2	69,2	50,0	44,4
Totale non UE	7	5	5	5	4	5	5	5
% su totale non UE	35,0	27,8	27,8	33,3	30,8	38,5	50,0	55,6
Totale	20	18	18	15	13	13	10	9

3.2 Le filiali di banche estere

Nella successiva tab. 2 viene riportato il numero di filiali di banche estere, suddivise per Paese di provenienza della casa madre, presenti in Italia con uno o più sportelli tra il 2002 ed il 2013.

A maggio 2013 l'Annuario ABI dava conto della presenza di 84 filiali, di cui 74 comunitarie, in provenienza da 11 Paesi dell'Unione Europea. Le 10 filiali extra-comunitarie sono in rappresentanza di 6 Paesi, di cui 5 extra-europei. Rispetto ai dati di fine maggio 2012, il saldo è positivo e pari a 7 unità, di cui 6 riconducibili a entrate nette relative a movimenti di banche comunitarie. Va quindi dato conto del fatto che il 2013 si è caratterizzato per una apprezzabile inversione di tendenza rispetto a quanto rilevato nei 4 anni precedenti. Rispetto all'ultimo decennio, il 2013 presenta così lo stock più elevato di filiali di banche estere operative, grazie soprattutto alla forte crescita registrata nella presenza di banche comunitarie.

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PAESI UE												
Austria	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2	1	2
Belgio	1	1	1	1	1	1	1	2	2	1		
Danimarca									1	1	1	1
Francia	12	14	14	14	14	13	17	17	18	17	18	18
Germania	11	10	11	12	11	17	19	18	18	16	13	14
Irlanda	1	2	2	2	2	2	3	2	2	2	2	2
Lettonia			(*)					1	1	1	1	1
Lussemburgo	1					4	4	4	4	5	6	8
Paesi Bassi	6	6	6	6	6	6	7	7	6	6	5	5
Regno Unito	6	6	6	6	8	11	10	12	12	13	14	15
Slovenia	1	1	1(*)	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Spagna	3	2	3	3	3	5	5	6	5	5	6	7
PAESI NON UE												
Australia					1	1	1	1				
Bahrain	1											
Brasile	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
Giappone	1	2	1	1	1	1	1	1	2	2	1	2
Giordania	1	1	1	1	1							
Iran	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Israele	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	6	6	6	5	4	4	4	3	3	3	4	4
Totale UE	44	44	47	47	48	62	69	72	72	70	68	74
% su totale UE	75,9	75,9	79,7	81,0	81,4	86,1	87,3	88,9	88,9	88,6	88,3	88,1
Totale non UE (**)	14	14	12	11	11	10	10	9	9	9	9	10
% su totale non UE	24,1	24,1	20,3	19,0	18,6	13,9	12,7	11,1	11,1	11,4	11,7	11,9
Totale	58	58	59	58	59	72	79	81	81	79	77	84

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 filiali di banche estere riportata nella tab. 3 evidenzia come i movimenti verificatisi nel 2013 (saldo netto pari a +7 unità) abbiano riguardato prevalentemente entrate/uscite di banche comunitarie, che si sono caratterizzate per 6 movimenti in entrata. La dinamica dell'anno è stata quindi più sostenuta

rispetto al triennio precedente, nel corso del quale i flussi erano stati complessivamente molto più modesti.

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° filiali 2002	Flussi annui in entrata/uscita											N° filiali 2013
		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
PAESI UE													
Austria	3	0	0	-1	0	0	0	0	0	0	-1	1	2
Belgio	1	0	0	0	0	0	0	1	0	-1	-1		
Danimarca									1	0	0	0	1
Francia	12	2	0	0	0	-1	4	0	1	-1	1	0	18
Germania	11	-1	1	1	-1	6	2	-1	0	-2	-3	1	14
Irlanda	1	1	0	0	0	0	1	-1	0	0	0	0	2
Lettonia			(*)					1	0	0	0	0	1
Lussemburgo	1	-1	0	0	0	4	0	0	0	1	1	2	8
Paesi Bassi	6	0	0	0	0	0	1	0	-1	0	-1	0	5
Regno Unito	6	0	0	0	2	3	-1	2	0	1	1	1	15
Slovenia	1	0	(*)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
Spagna	3	-1	1	0	0	2	0	1	-1	0	1	1	7
PAESI NON UE													
Australia					1	0	0	0	-1				
Bahrain	1	-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	1	1	-1	0	0	0	0	0	1	0	-1	1	2
Giordania	1	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	6	0	0	-1	-1	0	0	-1	0	0	1	0	4
Totale UE	44	0	3	0	1	14	7	3	0	-2	-2	6	74
Totale non UE (**)	14	0	-2	-1	0	-1	0	-1	0	0	0	1	10
Totale	58	0	1	-1	1	13	7	2	0	-2	-2	7	84

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 2013, secondo i dati di sistema diffusi da Banca d'Italia, erano presenti in Italia 684 banche, di cui 80 succursali (filiali) estere. A queste ultime facevano capo, complessivamente, 260 sportelli (-65 su base annua). Il numero di sportelli resta inferiore all'1% del totale, mentre è cresciuta (11,7%) la quota di banche operative rappresentata da succursali estere.

In Lombardia hanno sede amministrativa 64 banche estere, pari all'80% del totale; ad esse fanno capo 134 sportelli (-40 rispetto al

2012), pari al 52% del totale degli sportelli delle succursali estere e a poco più del 2% del totale degli sportelli bancari presenti in regione.

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

Anno	Banche e sportelli in Italia					
	Banche operanti in Italia		Succursali (filiali) di banche estere			
	N° di banche (a)	N° di sportelli (b)	N° di succursali	N° di sportelli	% su n° banche	% su n° sportelli
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	11,0	1,0
2013	684	31.761	80	260	11,7	0,8

Sulla base delle informazioni contenute nell'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 ampiamente maggioritaria è riconducibile ad intermediari con sedi in Paesi UE (94,6% del totale a maggio 2013, peraltro in linea con la media dell'ultimo quinquennio), in conseguenza anche del fatto che le banche extra-comunitarie, nelle scelte di insediamento strutturale (rete fisica), prediligono in larga misura la presenza tramite filiali mono-sportello.

A maggio 2013 lo stock di sportelli, pari a 224, è calato di 87 unità su base annua, confermando un trend già avviato negli ultimi 3 anni. I movimenti più significativi, ovviamente, hanno riguardato le banche comunitarie, con un deflusso netto su base annua di 88 unità.

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.

Peraltro, tale deflusso è legato in larga misura alla strategia di riduzione degli sportelli bancari da parte di un unico intermediario (Barclays).

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

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PAESI UE												
Austria	3	6	6	6	6	7	9	9	5	5	1	4
Belgio	1	4	5	9	4	6	6	7	2	1		
Danimarca									1	1	1	1
Francia	14	16	15	15	15	14	17	17	18	18	46	46
Germania	13	14	14	15	13	19	21	20	16	16	13	14
Irlanda	2	2	2	2	2	2	4	2	2	2	1	1
Lettonia			(*)					1	1	1	1	1
Lussemburgo	1					7	7	7	6	7	9	9
Paesi Bassi	7	10	10	8	8	8	9	8	7	7	13	15
Regno Unito	34	23	20	20	22	44	70	142	219	222	210	115
Slovenia	1	1	2 (*)	2	2	1	1	2	2	1	1	1
Spagna	3	2	3	3	3	5	5	6	4	4	4	5
PAESI NON UE												
Australia					1	2	2	1				
Bahrain	1											
Brasile	2	2	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3
Cina	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2
Giappone	1	2	1	1	1	1	1	1	2	2	1	2
Giordania	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	12	13	13	12	11	5	4	4	3	3	3	3
Totale UE	78	77	77	80	75	113	149	221	283	285	300	212
% su totale UE	78,8	77,8	79,4	80,8	79,8	89,0	92,0	94,8	95,9	96,0	96,5	94,6
Totale non UE (**)	21	22	20	19	19	14	13	12	12	12	11	12
% su totale non UE	21,2	22,2	20,6	19,2	20,2	11,0	8,0	5,2	4,1	4,0	3,5	5,4
Totale	99	99	97	99	94	127	162	233	295	297	311	224

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

A fine 2013 il personale dipendente presso le filiali e filiazioni di banche estere operative in Italia era pari a 37.268 unità, ovvero l'11,9% del totale di sistema².

La quota preponderante è relativa alle filiazioni, che impiegano personale dipendente all'interno delle filiali e delle altre strutture operative radicate sul territorio: ad esse è riconducibile circa l'84% dei dipendenti censiti complessivamente presso le banche estere.

Nell'ultimo triennio, tra il 2010 ed il 2013, il totale dipendenti presso le banche estere, conteggiando congiuntamente succursali e filiazioni, è calato di poco più di 200 unità (-0,6%), un dato sensibilmente migliore rispetto alla variazione delle unità di personale presso le banche italiane (-16.000 unità circa, -5,6%).

Sul medesimo periodo, la dimensione media delle banche estere si è ridotta di circa una decina di unità, in controtendenza con la crescita dimensionale che si è riscontrata presso le banche italiane.

Questo dato, che ovviamente andrebbe approfondito ed esaminato in modo disaggregato – per singole realtà, per linee di *business*, per volumi di operatività, ecc. – potrebbe suggerire una più marcata focalizzazione delle banche estere verso attività ad “alta intensità tecnologica” e con risorse umane altamente qualificate, da impiegare in misura minore in attività “di base”. In diverse linee di *business* (ad esempio *investment banking*, servizi di *advisory* e di supporto alla clientela per l'operatività sui mercati finanziari internazionali) le banche estere impiegano piattaforme tecnologiche che, su scala internazionale, possono consentire di replicare transazioni e offerta di servizi alla clientela con un minor assorbimento di unità di personale. Inoltre, le stesse transazioni possono essere accentrate presso Casa madre e quindi assorbire personale “estero”. Ciò può, almeno in parte, e con riferimento alle succursali, giustificare la presenza di strutture più specializzate e più snelle rispetto alla dimensione media delle banche italiane.

² Si ringrazia la Divisione Supervisione Banche di Banca d'Italia per aver messo a disposizione i dati. A fini di confronto dei dati nel tempo, è opportuno ricordare che nel corso del 2012 Banca d'Italia ha introdotto alcune modifiche nelle segnalazioni degli intermediari. Sebbene il confronto con i dati più vecchi, raccolti con la precedente metodologia, presenti alcune differenze, la nuova serie storica garantisce la piena comparabilità nel peso delle diverse componenti delle unità di personale del sistema bancario.

Tab. 6 – Numerosità del personale dipendente presso le banche italiane ed estere operative in Italia – Fonte: Banca d'Italia

	Numero di dipendenti				
	2009	2010	2011	2012	2013
Banche italiane	295.424	291.932	287.231	280.337	275.658
Succursali di banche estere	6.197	6.411	6.192	6.068	5.840
Filiazioni	30.804	31.080	32.120	32.094	31.429
Totale banche estere	37.001	37.491	38.311	38.162	37.268
Totale sistema bancario	332.425	329.423	325.543	318.498	312.927
<i>peso banche estere</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,0%</i>	<i>11,9%</i>

	Dimensioni medie				
	2009	2010	2011	2012	2013
Banche italiane	433	442	447	466	473
Succursali di banche estere	84	90	86	84	79
Filiazioni	1.232	1.243	1.285	1.337	1.310
Banche estere	374	391	395	398	380

CAPITOLO 4. CORPORATE & INVESTMENT BANKING

Il settore *Corporate & Investment Banking* (di seguito anche CIB) si identifica con l'offerta di prodotti e servizi a copertura di diversi fabbisogni finanziari e di operatività sui mercati, manifestati dalle imprese. In una prospettiva storica, tale settore ha rappresentato uno delle prime linee di *business* di espansione di un intermediario finanziario all'estero. Infatti, secondo una delle più note teorie dell'*international banking*, una strategia basata su un approccio cd. "*follow your customer*", l'internazionalizzazione dell'intermediario avviene seguendo la strategia di internazionalizzazione realizzata dall'impresa-cliente. Quest'ultima, affacciandosi su mercati esteri – e quindi nuovi e meno conosciuti – può continuare a richiedere il supporto di una banca domestica, ovvero residente nel Paese di provenienza, in una logica di reciproca fidelizzazione, sia per fronteggiare le maggiori asimmetrie informative, sia perché nel nuovo mercato in cui si sono insediati potrebbero non ritrovare un'offerta adeguata alle loro complesse necessità da parte delle banche locali.

L'Italia, da questo punto di vista, non ha fatto eccezione e buona parte dei primi insediamenti di banche estere sono stati orientati proprio a sviluppare il comparto del *Corporate & Investment Banking*.

Attualmente, secondo le rilevazioni dell'Annuario AIBE 2013, diffuso a novembre 2013 e redatto sulle base delle informazioni fornite da un ampio campione di banche associate (circa 86% del totale), le banche estere che erogano prodotti/servizi di *Corporate & Investment Banking* sono 32 (+1 rispetto al 2012). Inoltre, 17 banche rispondenti su 32 dichiarano che questo è l'unico macro-comparto di operatività. Viceversa, 15 banche hanno scelto una strategia di maggiore diversificazione, operando anche nel comparto *retail* e nell'*asset management*.

Con riferimento alla clientela servita, si rileva che in 20 casi su 32 rispondenti, i prodotti e servizi offerti in tale comparto sono destinati a clientela sia *corporate* sia istituzionale. Ad essi si aggiungono 11 succursali che operano esclusivamente con clientela *corporate* e, infine, un'associata che eroga prodotti e servizi rivolti alla sola clientela istituzionale.

Per quanto attiene alle attività tradizionalmente incluse nel comparto *Corporate & Investment Banking*, sempre sulla base delle rilevazioni riportate dall'Annuario AIBE 2013 si evidenzia che le banche svolgono principalmente attività di *lending* secondo molteplici forme tecniche, quali, ad esempio, prestiti sindacati e crediti di firma. Inoltre operano nei mercati dei capitali (*Equity, Debt e Financial Markets*), nel *venture capital/venture capital* e nel *project financing*. Altri servizi di supporto alle imprese riguardano l'attività di brokeraggio e *underwriting* nel supporto delle emissioni di valori mobiliari e le negoziazioni sui mercati dei capitali e su strumenti derivati. Meno diffuse, ma comunque significative e in crescita, sono le attività di supporto alla finanza straordinaria d'impresa (attività di consulenza e *advisory* su *Mergers & Acquisitions*, LBO e ristrutturazioni del debito) e alle operazioni di import/export (*trade finance* e *export financing*) e le attività di cartolarizzazione.

Nel presente capitolo si dà conto del ruolo svolto dalle banche estere in Italia nei diversi comparti in cui si può articolare tale macro-comparto.

4.1 La finanza strutturata

4.1.1 I prestiti sindacati

Come è noto, i prestiti sindacati costituiscono un strumento di finanziamento tipicamente pensato per supportare la crescita dell'impresa, data la taglia dimensionale importante – idonea a finanziare politiche di investimenti a medio/lungo termine – che viene frazionata su *pool* di intermediari. Essi ne condividono così il rischio (di credito), esponendosi solo per una frazione dell'intero prestito ed evitando un'eccessiva concentrazione dei rischi. Data la flessibilità dello strumento ed i vantaggi per le imprese e le banche, oggi tali prestiti rappresentano una delle forme più evolute di credito alle imprese.

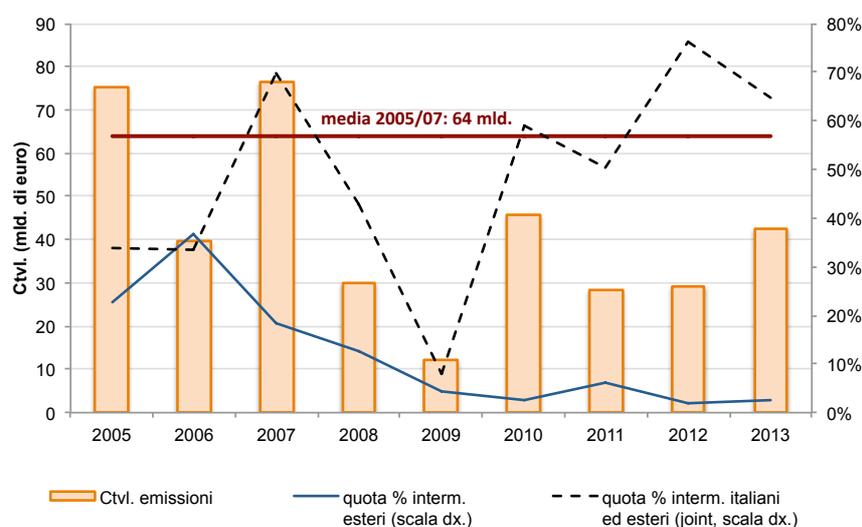
Da un punto di vista tecnico-organizzativo, è necessaria la costituzione di un sindacato (*pool*) di banche, che svolgono diversi ruoli: dall'organizzazione dell'operazione alla costituzione del sindacato, dalla definizione delle caratteristiche tecniche e contrattuali del prestito all'effettiva erogazione delle *tranche* del prestito all'impresa debitrice.

Il presente paragrafo è dedicato alla disamina dei collocamenti di prestiti sindacati di emittenti italiani nell'arco temporale 2005/13. I dati, in continuità con la modalità di raccolta degli stessi negli anni passati,

sono stati ricavati dal database *Dealogic* e sono stati analizzati per singola *tranche* (emittente, importo, scadenza, qualità del credito, banche partecipanti, settore economico di appartenenza dell'emittente ed altre caratteristiche strutturali del prestito) e per provenienza geografica dei *bookrunner*, ovvero gli intermediari che gestiscono il collocamento del prestito.

Nel 2013 sono stati collocati 42,6 miliardi di euro (+13,3 rispetto al 2012) di prestiti sindacati relativi ad emittenti italiani. Anche il numero dei *deal* è risultato in crescita, da 69 a 98 operazioni. Esse sono state frazionate in 192 *tranche*. Come evidenziato nella fig. 1, nonostante la crescita rilevata nell'ultimo anno, il mercato è ancora ben al di sotto delle dimensioni medie pre-crisi. Nell'ultimo triennio il controvalore medio annuo collocato è stato pari a 33,4 miliardi di euro, poco più della metà di quanto registrato nel triennio 2005/07 che è normalmente impiegato in letteratura come riferimento al periodo antecedente alla crisi finanziaria.

Fig. 1 – Distribuzione del controvalore annuo delle operazioni di prestiti sindacati per origine del bookrunner e quota degli intermediari esteri (2005/13) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic



Le quote intermedie dai soggetti esteri sono risultate piuttosto volatili negli ultimi anni, riflettendo anche il maggior rischio e la minor liquidità presente sui mercati.

Nel corso del 2013, le banche estere in qualità di *bookrunner* hanno assistito in via esclusiva il 2,4% dei collocamenti, pari a circa 1 miliardo di euro di controvalore (12 *tranche*). Viceversa, la quota più significativa della loro operatività si è realizzata mediante consorzi transnazionali, a cui hanno partecipato una o più banche italiane. La quota dei prestiti collocati in modo congiunto è risultata pari al 65% del totale (27,6 miliardi di euro di controvalore, 56 *tranche*). Va peraltro osservato che la penetrazione dei soggetti esteri è verosimilmente più elevata, dato che le informazioni sulla denominazione e quindi la provenienza geografica del *bookrunner* non erano disponibili per ben 84 *tranche* di prestiti collocati nel 2013, pari a circa 10 miliardi di euro di controvalore.

Nel periodo 2005/13, la quota media annua di prestiti che hanno visto coinvolto in qualità di *bookrunner* almeno un soggetto estero è stata pari al 61%: nell'arco temporale considerato si osserva una tendenziale riduzione delle quote di prestiti assistiti da soli operatori esteri e una crescita, sebbene piuttosto erratica, della quota di prestiti collocati tramite consorzi internazionali. Si può presumibilmente desumere che ciò deriva da una strategia allocativa fondata sulla ricerca di soluzioni di *risk sharing*, per fronteggiare la difficile congiuntura economica e il deterioramento della qualità del credito.

I dati 2013 relativi ai singoli prestiti (cd. *total deal value*, ottenuto come "aggregazione" delle singole *tranche* che li compongono) evidenziano come il mercato dei prestiti sindacati di emittenti italiani sia abbastanza concentrato. Infatti i primi prestiti per controvalore pesano circa il 40% dell'intero mercato (17 miliardi di euro), quota che sale al 69% considerando i primi 10 prestiti (29,6 miliardi). Nei collocamenti di dimensioni maggiori, come era piuttosto naturale attendersi, la partecipazione dei soggetti esteri è molto importante.

Infatti essi hanno partecipato, all'interno di *pool* transnazionali, a due dei primi 3 collocamenti e a 6 dei primi 10. Ne deriviamo che la quota intermedia dai soggetti esteri nei primi 10 collocamenti è pari al 72% del controvalore di questi, ovvero il 50% dell'intera dimensione del mercato nel corso dell'ultimo anno.

I primi 10 collocamenti sono anche significativamente concentrati per settore di operatività del prenditore di fondi: 4 prestiti sono stati destinati ad imprese del settore delle costruzioni (8,6 miliardi di euro), 2 ad

imprese del settore energetico (*Utility & Energy*, 12,9 miliardi di euro). Tali operazioni hanno così assorbito circa il 50% della dimensione del mercato nel 2013. Le altre quattro operazioni sono state finalizzate – una ciascuna – a favore di imprese del settore delle telecomunicazioni, automobilistico, produzione di macchinari industriali e commercio/abbigliamento.

Anche la disamina della provenienza geografica delle banche eroganti il prestito (singole *tranche*) conferma la preminenza del ruolo svolto dalle banche estere. Infatti, sulla base dell'origine geografica delle *cd. lender parent* è possibile ricavare che la quota di prestiti sindacati erogati da banche estere, in via esclusiva o con la partecipazione di banche italiane, è pari a circa 34,3 miliardi di euro, per complessive 129 *tranche*, ovvero circa l'80% della dimensione del mercato nel 2013.

Con riferimento ai settori di operatività delle imprese affidate (tab. 1), *Utility & Energy*, costruzioni e telecomunicazioni sono i settori maggiormente rappresentati. Essi hanno raccolto complessivamente circa il 67% del mercato (28,7 miliardi di euro). Gli intermediari esteri, nei casi in cui abbiano costituito un consorzio di collocamento in via esclusiva, hanno destinato le risorse a imprese delle costruzioni industriali, del comparto *retail/commercio* e che svolgono attività di estrazione e sfruttamento minerario.

Più interessante, invece, in quanto più articolata, l'operatività dei consorzi internazionali. A questo proposito si ritrova un sostanziale allineamento con i settori maggiormente rappresentati a livello di intero mercato. Nel corso del 2013, infatti, i consorzi internazionali hanno erogato prestiti sindacati soprattutto a favore di imprese del settore *Utility & Energy*, telecomunicazioni, costruzione di macchinari industriali ed edilizia/costruzioni. Tali quattro settori hanno rappresentato circa l'82% dell'operatività di tali consorzi, ovvero il 53% dell'intero mercato.

La qualità dei prestiti collocati nel 2013 ha visto una importante ricomposizione verso collocamenti di qualità più modesta (*leveraged grade*), in particolare su scadenze di breve/medio termine, con una riduzione dei collocamenti di qualità elevata (*investment grade*). Nel 2013 questi ultimi hanno rappresentato il 70% del totale, con una riduzione di circa 17 punti percentuali rispetto al 2012. Circa il 68% di tali collocamenti è avvenuto con la partecipazione di almeno un intermediario estero in qualità di *bookrunner*.

Tab. 1 – Distribuzione del controvalore delle operazioni di prestiti sindacati per origine geografica del bookrunner e settore economico di appartenenza del borrower (emissioni 2013, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Settore	Origine geografica del bookrunner								Totale	% su ctvl. totale	#
	intermediari esteri	% su tot. ctvl. esteri	#	intermediari italiani ed esteri	% su tot. ctvl. italiani ed esteri	#	intermediari italiani	dati nd.			
Machinery	548,62	53,0	1	2.755,00	10,0	3		162,00	3.465,62	8,1	4
Retail	170,00	16,4	2	185,00	0,7	11	989,50	360,00	1.704,50	4,0	6
Mining	135,20	13,1	3						135,20	0,3	17
Food & Beverage	85,00	8,2	4	105,00	0,4	12	29,00	90,00	309,00	0,7	14
Holding Companies	76,16	7,4	5	345,00	1,3	9			421,16	1,0	13
Healthcare	20,00	1,9	6	468,71	1,7	8	20,00	25,00	533,71	1,3	11
Utility & Energy				14.040,00	50,9	1	104,00	376,30	14.520,30	34,1	1
Telecommunications				3.442,50	12,5	2		700,00	4.142,50	9,7	3
Construction/Building				2.270,00	8,2	4	2.037,50	5.733,30	10.040,80	23,6	2
Altri settori				3.981,00	14,4		755,70	19,20	7.328,31	17,2	
Totale	1.034,98	100		27.592,21	100		3.935,70	7.465,80	42.601,10	100	
C5 settoriale	1.014,98	98,1		24.607,50	89,2		3.641,70		34.360,22	80,7	
C10 settoriale	1.034,98	100		27.302,21	98,9		3.924,70		40.140,42	94,2	

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

I nuovi collocamenti 2013 hanno riguardato soprattutto le scadenze di breve/medio termine: infatti l'85% del controvalore dei prestiti collocati nel 2013 ha *maturity* all'origine non superiore ai 5 anni (tab. 2). Rispetto al 2012, si segnala il ritorno di alcuni collocamenti con durata superiore ai 20 anni: si tratta di 9 *tranche*, relativi a 3 collocamenti, per un controvalore complessivo di 1,7 miliardi di euro, pari al 4% del totale.

Il criterio della *maturity* all'origine non evidenzia alcuna particolare specializzazione dei soggetti esteri. Infatti essi hanno concentrato la propria operatività sulle scadenze fino a 5 anni (77% dei volumi intermediati da consorzi esteri e 93% dei volumi intermediati da consorzi transnazionali).

La durata media dei prestiti è pari a 5,8 anni. Nel 2012 il dato si era attestato a circa 4 anni. L'allungamento delle scadenze può essere letto in ottica futura come elemento che possa favorire la crescita e la ripresa del mercato di tali prestiti, nella misura in cui tali erogazioni possano andare a soddisfare in misura crescente i fabbisogni di investimento a medio/lungo termine delle imprese. In questo caso la maggior *duration* dei collocamenti sarebbe da intendersi in linea con il maggior rischio – operativo ed imprenditoriale – sopportato dal consorzio di banche estere e, da un punto di vista finanziario, anche con lo “scadenario” di rientro del prestito, grazie ai flussi di cassa attesi dall'andamento degli investimenti.

Tab. 2 – Distribuzione del controvalore delle operazioni di prestiti sindacati per origine del bookrunner e scadenza originaria del prestito (emissioni 2013, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Classi di durata originaria del prestito	Origine geografica del bookrunner				dati nd.	Totale
	intermediari esteri	interm. italiani ed esteri	intermediari italiani			
Fino a 1 anno		225,00			187,60	412,60
Da 1 a 3 anni	215,00	8.904,21	520,80		1.900,01	11.540,02
Da 3 a 5 anni	584,78	16.451,00	1.463,50		5.883,05	24.382,33
Da 5 a 10 anni	235,20	1.887,00	315,40		1.662,94	4.100,54
Da 10 a 20 anni			16,00		252,01	268,01
Oltre 20 anni			1.620,00		92,40	1.712,40
dati nd.		125,00			60,20	185,20
Totale	1.034,98	27.592,21	3.935,70		10.038,21	42.601,10

4.1.2 Le operazioni di cartolarizzazione

Nel presente paragrafo si analizzano due forme tecniche di operazioni di cartolarizzazione¹, 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. A tal fine, ci proponiamo di evidenziare, sulla base delle informazioni estratte dal *database* Dealogic relativo alle operazioni censite sul mercato degli strumenti di debito (*Debt Capital Markets*, DCM), il ruolo degli intermediari esteri nella realizzazione di operazioni su ABS e MBS con *originator* domestici.

A livello internazionale l'intero mercato delle cartolarizzazioni sta ancora risentendo significativamente della crisi finanziaria.

Secondo i dati riportati nella relazione annuale Consob sul 2013, il volume delle emissioni di cartolarizzazioni negli USA è stato pari a 797 miliardi di euro, con un calo su base annua di circa il 29%. In Europa la contrazione è stata ancora più significativa, con una variazione del -39% (da 131 ad 80 miliardi di euro)². Il mercato italiano pesa per meno del 5% delle emissioni europee nell'anno 2013: i volumi di attività, rimasti estremamente contenuti, sono ulteriormente calati da 5,7 a 3,7 miliardi di euro nel corso dell'ultimo anno. La dimensione del mercato italiano si è ridotta di due terzi rispetto alle consistenze di fine 2011.

Con riferimento ai dati disponibili nel *database* relativo ad operazioni di cartolarizzazioni del tipo MBS e ABS collocate nel 2013, è stato possibile analizzare 1,8 miliardi di euro di prestiti cartolarizzati.

Come evidenziato nella successiva fig. 2, il posizionamento delle banche estere in qualità di *bookrunner* che hanno gestito le emissioni è stato molto volatile ma costantemente significativo nel periodo 2005/13. Si tratta di anni in cui la dimensione del mercato ha oscillato in maniera rilevante, riflettendo – dapprima – un effetto esplosivo di forte domanda per tali soluzioni di *funding*, poi con l'emergere della crisi finanziaria un'ancora più intensa fase di contrazione.

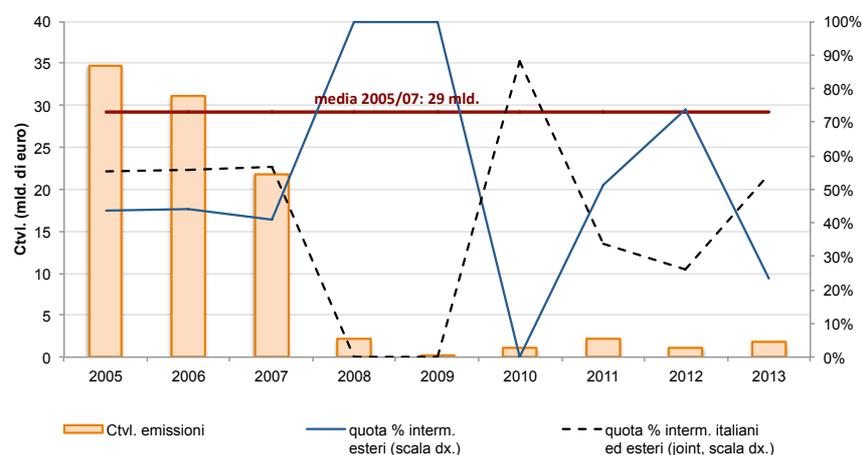
Nel periodo 2005/13 la quota media di mercato detenuta dai soggetti esteri è stata pari al 53% (media delle quote annue, ancorché fortemente volatili), percentuale che sale al 94% conteggiando anche l'operatività

¹ 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.

² Consob, *Relazione per l'anno 2013*, 31 marzo 2014, pag. 76.

congiunta con intermediari domestici. Considerando le 341 *tranche* di prestiti ABS e MBS collocati da *issuer* italiani tra il 2005 ed il 2013, ben 214 (63%) sono state assistite solo da *bookrunner* esteri, cui se ne aggiungono 111 (33%) assistite da consorzi composti da intermediari esteri e italiani. I collocamenti di *tranche* in cui sono stati presenti solo intermediari domestici sono risultati 16, ovvero il 5% del totale, di cui solo 7 tra il 2010 ed il 2013.

Fig. 2 – Distribuzione del controvalore annuo delle operazioni di cartolarizzazioni ABS e MBS per origine del *bookrunner* e quota degli intermediari esteri (2005/13) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic



Con riferimento al solo 2013, il controvalore di 1,8 miliardi di euro è stato generato da sole operazioni su ABS (6 *tranche* relative a 4 collocamenti). I dati – ancorché parziali – sul 2014, viceversa, segnalano nei primi 4 mesi dell’anno una ripresa dei collocamenti di operazioni del tipo MBS: si tratta, in particolare, di due prestiti (per complessive 4 *tranche*) e un controvalore di poco inferiore ad 1 miliardo di euro. Gli intermediari esteri sono presenti nel collocamento di tutte e 4 le *tranche*.

4.1.3 Il project finance

Il presente paragrafo è dedicato alla disamina del mercato italiano del *project finance* e del ruolo svolto al suo interno dagli intermediari esteri. In continuità con le precedenti elaborazioni, i dati sono stati ricavati dalle *League Tables* di 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. Si dà inoltre conto degli intermediari che hanno partecipato a tali collocamenti con ruolo *Mandated Lead Arranger* (MLA), ovvero con compiti di strutturazione e perfezionamento dell'operazione e di messa a disposizione del finanziamento.

Tab. 3 – Andamento delle quote di mercato di operatori esteri ed italiani per numero di tranche (2005/13) – Fonte: rielaborazione propria su dati Thomson Reuters - Project Finance International

	2005		2006		2007	
	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%
Deal banche estere	55	63,2	16	61,5	57	64,0
Deal banche italiane	32	36,8	10	38,5	32	36,0
Totale	87	100	26	100	89	100
	2008		2009		2010	
	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%
Deal banche estere	49	67,1	25	52,1	41	39,8
Deal banche italiane	24	32,9	23	47,9	62	60,2
Totale	73	100	48	100	103	100
	2011		2012		2013	
	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%	Numero di tranche	%
Deal banche estere	49	51,0	24	50,0	13	23,2
Deal banche italiane	47	49,0	24	50,0	43	76,8
Totale	96	100	48	100	56	100

Nel 2013 sono state realizzate 23 operazioni con controparti emittenti italiane, frazionate in 56 *tranche*, (+7 operazioni e +8 *tranche*) a fronte di un controvalore complessivo di circa 3,5 miliardi di euro, in crescita su base annua di circa 855 milioni di euro.

Dopo il drastico calo registrato nel 2012, il mercato italiano del *project finance* è tornato così a crescere, in termini sia di numero di operazioni, sia di controvalore erogato.

Tab. 4 – Andamento delle quote di mercato di operatori esteri ed italiani per controvalore delle operazioni (2005/13, valori in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Thomson Reuters - Project Finance International

	2005		2006		2007	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Deal banche estere	5.576,93	67,4	2.700,22	88,0	4.675,15	60,8
Deal banche italiane	2.701,41	32,6	368,27	12,0	3.010,99	39,2
Totale	8.278,34	100	3.068,49	100	7.686,14	100
	2008		2009		2010	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Deal banche estere	4.220,13	69,5	1.235,32	48,6	2.095,92	55,4
Deal banche italiane	1.853,74	30,5	1.304,72	51,4	1.686,86	44,6
Totale	6.073,87	100	2.540,04	100	3.782,78	100
	2011		2012		2013	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Deal banche estere	2.845,20	51,4	1.466,93	55,3	347,84	9,9
Deal banche italiane	2.693,72	48,6	1.186,34	44,7	3.161,26	90,1
Totale	5.538,92	100	2.653,27	100	3.509,10	100

La quota di mercato relativa al controvalore dei finanziamenti erogati dagli intermediari esteri è pari al 58,3% del controvalore totale delle operazioni censite in Italia nel periodo 2005/13, ovvero 25,2 miliardi di euro sul totale erogato. Sulla base della numerosità delle *tranche* di finanziamento erogate, la quota di mercato dei soggetti esteri è del 52,6% (329 *tranche* su un totale di 626). Con riferimento alle operazioni censite nel 2013, si evidenzia come l'importo medio delle *tranche* assistite da soggetti esteri è calato a 26,7 milioni di euro, mentre quelle condotte da intermediari italiani è stato pari a 73,5 milioni di euro. Tale dato è in netta contrapposizione rispetto a quanto registrato nel 2012, anno in cui il differenziale per importo medio era di circa 12 milioni (61,1 *versus* 49,3) e dava evidenza di una maggiore preferenza dei soggetti esteri a strutturare operazioni di dimensione maggiore.

Nonostante l'analisi condotta sul 2013 mostri una significativa ripresa del comparto, è necessario evidenziare anche il drastico calo nel posizionamento degli operatori esteri. Con riferimento alle sole operazioni censite nell'ultimo anno, la loro quota di mercato è di circa il 23% (in termini di numerosità delle *tranche* assistite) e del 10% per volumi. Entrambe le quote presentano una significativa discontinuità con il recente passato.

Su questo dato negativo pesano non solo la limitata ripresa delle politiche di investimento a medio/lungo termine delle imprese, ma anche

le concrete difficoltà di espansione del *project financing* in Italia, che al di là di alcune esperienze di partenariato pubblico-privato e di alcuni collocamenti soprattutto nei settori dell'energia e delle infrastrutture non riesce, da tempo, a decollare.

Come evidenziato nella tab. 5, nella classifica dei primi 10 operatori con riferimento alle quote intermedie sulle operazioni 2013 sono presenti due soli soggetti esteri: essi detengono una quota di mercato pari al 7,1% del controvalore riconducibile ai primi 10 intermediari e al 6,8% del controvalore complessivo. Ad essi, inoltre, fanno capo oltre i 2/3 (68,6%) della complessiva operatività degli intermediari esteri nel corso del 2013.

Tab. 5 – Classifica degli intermediari per volume delle operazioni di project finance realizzate nel 2013 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 totale	%
1	Cassa Depositi e Prestiti	1.402,87	40,0
2	Unicredit	545,94	15,6
3	Intesa San Paolo	420,93	12,0
4	BMPS	221,67	6,3
5	Centrobanca	201,94	5,8
6	Co-operative Group	135,96	3,9
7	Banca Popolare Emilia Romagna	129,07	3,7
8	Santander	102,68	2,9
9	Mediobanca	102,68	2,9
10	Banca Popolare di Verona - BSGSP	102,68	2,9
	Altri intermediari esteri	109,20	3,1
	Altri intermediari italiani	33,50	1,0
	Totale	3.509,10	100

Nel corso del 2013 si è registrata una scarsa diversificazione intersettoriale dei finanziamenti. Infatti, come evidenziato nella tab. 6, i settori destinatari dei finanziamenti sono stati tre, ovvero infrastrutture, energia e imprese/progetti appartenenti al settore petrolifero (*Oil & Gas*). Va però precisato come il settore davvero trainante sia stato quello delle infrastrutture, cui sono stati destinati circa l'87% dei finanziamenti per operazioni realizzati nel 2013, ovvero circa 3 miliardi su un totale di 3,5.

Oltre che ad imprese appartenenti al settore delle infrastrutture, gli operatori esteri – in via esclusiva ovvero congiuntamente con intermediari nazionali – hanno erogato finanziamenti anche ad imprese del comparto dell’energia.

La limitata diversificazione settoriale – in parte spiegata anche dalle contenute dimensioni del mercato italiano del *project financing* – è peraltro un tratto caratteristico del mercato nell’ultimo decennio. Infatti tra il 2002 e il 2012 i settori dell’energia e delle infrastrutture hanno raccolto circa i 2/3 dei finanziamenti complessivamente erogati, quota che sale ad oltre l’85% se consideriamo i primi 4 settori ed aggiungiamo, ai due già citati, anche i trasporti e le telecomunicazioni.

Tab. 6 – Distribuzione delle operazioni di project finance sul mercato italiano per settore e provenienza geografica dell’intermediario (2013, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Thomson Reuters - Project Finance International

Settore	Operazioni realizzate nel 2013				%	per memoria: Distrib. % ctvl. operazioni 2002/2012
	Ctvl. Intermediari esteri	Ctvl. Intermediari italiani	Ctvl. Intermed. italiani ed esteri			
Infrastrutture		1.785,22	1.268,15	87,0	11,4	
Energia	64,46	258,43	109,20	12,3	54,8	
Petrolio e Gas		23,64		0,7	6,7	
Trasporti					10,0	
Telecomunicazioni					9,6	
Altri settori					6,4	
dati nd.					1,1	
Totale	64,46	2.067,29	1.377,35	100	100	

Sulla base delle informazioni contenute nel database PFI, sono state ricostruite – mediante aggregazione delle singole *tranche* – le operazioni realizzate nell’ultimo anno. Le 23 operazioni censite sono state analizzate per dimensione e per provenienza geografica del *pool* di *mandated lead arranger* coinvolti. Tali operazioni evidenziano come il mercato italiano del *project financing* sia piuttosto concentrato. In particolare è stato molto significativo il peso di due principali operazioni realizzate nel 2013, quali la BreBeMi e la Tangenziale Est-Esterna TEEM. L’importo dei finanziamenti destinati a tali progetti è stato pari, rispettivamente, a circa 1,7 e 1,2 miliardi di euro. Essi, pertanto, hanno assorbito circa l’82% delle risorse affluite al mercato. Le prime 5 operazioni, ordinate per importo, hanno concentrato oltre l’87% del

controvalore dei prestiti, percentuale che sale a poco meno del 93% considerando le 10 operazioni più significative. Nella *top ten* per dimensione dell'operazione la quota di penetrazione dei soggetti esteri è scarsamente significativa. Essi, infatti, hanno partecipato, congiuntamente ad intermediari italiani, alla costituzione del *pool* di finanziatori in 3 casi su 10, mentre una sola operazione è stata interamente gestita 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 al 9% del controvalore riconducibile alle prime 10 operazioni.

4.2 Private equity e venture capital

Con riferimento al comparto degli investimenti di medio/lungo termine nel capitale di rischio (*private equity* e *venture capital*), nel presente rapporto si dà conto dell'andamento di tali operazioni nel periodo 2008/2013. La serie storica è stata ricostruita sulla base delle informazioni e dei dati contenuti negli atti e documenti dei convegni annuali dell'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI). Sulla base di tali dati si evidenzierà il contributo e la penetrazione degli operatori esteri nel favorire e sostenere i volumi di capitali raccolti sul mercato italiano.

Le elaborazioni sui dati AIFI evidenziano come la crisi abbia inciso pesantemente sullo sviluppo di tale mercato. 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 registrata 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 del *private equity* e del *venture capital* è molto meno sviluppato, con flussi di nuovi capitali ben inferiori rispetto a Germania e Francia.

Se consideriamo i flussi di raccolta sul mercato, nel 2013 si è registrato un calo del 34%: si è passati infatti da 947 milioni di euro del 2012 a 623 milioni di euro del 2013. Questi risultati insoddisfacenti vengono corretti se si considera la raccolta totale, che comprende anche i capitali forniti dalla capogruppo e l'attività di *funding* degli operatori

internazionali con sede in Italia. La raccolta totale per il 2013 si è attestata a 4.047 milioni di euro, quasi triplicata rispetto ai 1.355 milioni di euro dell'anno precedente. Tale dato comprende anche l'operatività del Fondo Strategico Italiano (circa 2,5 miliardi di risorse aggiuntive sul 2013), *holding* di partecipazioni il cui azionista di controllo è Cassa Depositi e Prestiti.

Gli operatori che nel 2013 hanno svolto attività di *fund raising* sul mercato sono stati 11, tre in meno rispetto al 2012. Gli investitori internazionali sono numericamente cresciuti, rappresentando il 26% del totale rispetto all'11% dello scorso anno.

Tab. 7 – Evoluzione dei capitali raccolti (2008/13, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati AIFI

	2008		2009		2010	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Raccolta indipendente	1.745	32,7	785	37,7	1.903	62,7
Capitale fornito dalla capogruppo	476	8,9	169	8,1	284	9,4
Capital gain	46	0,9	3	0,1	-	-
Totale raccolta (a)	2.267	42,4	957	46,0	2.187	72,0
Operatori internaz. con base in Italia (b)	3.074	57,6	1.123	54,0	849	28,0
Totale capitali raccolti (a+b)	5.341	100	2.080	100	3.036	100

	2011		2012		2013	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Raccolta indipendente	695	32,4	947	48,9	623	13,1
Capitale fornito dalla capogruppo	354	16,5	407	21,0	3.423	72,2
Capital gain	-	-	1	0,1	1	0,0
Totale raccolta (a)	1.049	48,9	1.355	70,0	4.047	85,4
Operatori internaz. con base in Italia (b)	1.098	51,1	582	30,0	693	14,6
Totale capitali raccolti (a+b)	2.147	100	1.937	100	4.740	100

Nel 2013, i fondi paneuropei hanno complessivamente investito 1.366 miliardi di euro rispetto a 1.326 miliardi del 2012, in crescita del 3%.

Secondo AIFI, sembrano intravedersi dei segnali positivi e di attenzione dei fondi internazionali verso l'Italia: sono cresciuti non solo il numero delle operazioni di *expansion*, a favore dell'internazionalizzazione delle imprese, ma anche la dimensione del segmento dell'*early stage*, per attività in ricerca e sviluppo.

La raccolta indipendente (tab. 8) è ulteriormente calata, come detto, da 947 a 623 milioni di euro, per effetto del minor contributo riveniente dagli operatori italiani. In effetti, a fronte della crescita della raccolta indipendente riveniente da operatori esteri (passata dall'11% della

raccolta indipendente totale del 2012 al 26% del 2013), nell'ultimo anno la raccolta indipendente domestica è scesa da 843 a 461 milioni di euro.

Tab. 8 – Evoluzione dell'origine geografica dei capitali raccolti (raccolta indipendente, 2008/13, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati AIFI

	2008		2009		2010	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Raccolta indipendente	1.750		785		1.903	
di cui: Italia	1.436	82,1	534	68,0	1.865	98,0
di cui: estero	314	17,9	251	32,0	38	2,0
	2011		2012		2013	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Raccolta indipendente	695		947		623	
di cui: Italia	549	79,0	843	89,0	461	74,0
di cui: estero	146	21,0	104	11,0	162	26,0

Come evidenziato nella tab. 9, all'interno della raccolta indipendente, nel periodo 2005/13 la componente bancaria ha rappresentato la più importante forma di raccolta (2,8 miliardi di euro, 25% del totale), superiore di circa 3 punti base rispetto a quanto raccolto tramite i fondi di fondi. Va però detto che l'analisi dei due sotto-periodi (2005/08 e 2009/13, che potremmo associare, rispettivamente, ad una fase pre-crisi e ad una fase di crisi e profonda difficoltà dei mercati finanziari) mette in luce una dinamica evolutiva piuttosto diversa, sia per importi, sia per fonti di raccolta indipendente.

Tab. 9 – Evoluzione della composizione della raccolta indipendente per fonte e provenienza geografica (2005/13, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati AIFI

Fonti di raccolta indipendente	2005/08			2009/13		
	Italia	Estero	Totale	Italia	Estero	Totale
Banche	1.115	317	1.432	1.337	35	1.372
Fondi di fondi	60	1.510	1.570	576	343	919
Fondi di pensione	224	259	483	446	66	512
Assicurazioni	268	173	441	403	54	457
Società di private equity	nd.	nd.	nd.	189	76	265
Altre fonti			2.508			1.428
Totale			6.434			4.953

Nell'ultimo quinquennio, la raccolta bancaria di fonte estera si è quasi azzerata (2,6% della componente bancaria, a fronte del 22% del quadriennio precedente). Anche il posizionamento degli altri investitori istituzionali ha subito un forte calo: il 37% della raccolta dei fondi di fondi proviene dall'estero, così come il 12% circa della raccolta da fondi pensione e compagnie di assicurazione.

Sotto questo profilo di analisi, quindi, l'Italia segna un po' il passo rispetto ad altri Paesi, dove soprattutto i fondi pensione forniscono capitali rilevanti per gli investimenti del comparto.

Si intravedono tuttavia alcuni segnali di ripresa, ad esempio legati al ritorno di fondi statunitensi che hanno rilevato numerose partecipazioni in aziende italiane – anche di media dimensione – e stanno valutando altri interventi nei prossimi mesi.

Il *sentiment* degli operatori, in base a quanto raccolto dalla *survey* semestrale di Deloitte³, è ancora peraltro piuttosto prudente: circa il 78% degli operatori intervistati ritiene che gli effetti della crisi possano propagarsi ancora almeno per il corrente anno, con uno scenario di operatività sostanzialmente invariato nelle posizioni e nei valori rispetto al quadro attuale. Sembra quindi più realistico attendersi ancora il mantenimento di strategie attendiste: gli stessi operatori intervistati, ad esempio, dichiarano di focalizzare le attività soprattutto sulla gestione del portafoglio in essere (46%) e meno di un quarto si dedicherà alla ricerca di nuove opportunità di investimento.

In questo quadro, in cui la stessa Associazione di categoria e gli operatori, domandano una maggior certezza fiscale per poter rilanciare l'attrattività all'estero del mercato del *private equity* italiano. Si pensi ad esempio alla fase di consultazione in corso sul documento del Ministero dell'Economia e delle Finanze-Dipartimento del Tesoro sullo schema di regolamento attuativo della Direttiva UE sui gestori di fondi alternativi. Essa consentirà, grazie al passaporto europeo, una forte liberalizzazione dell'attività. Tuttavia, con riferimento al mercato italiano, AIFI vede un potenziale rischio di uscita di molti operatori in mancanza di certezza nel quadro regolamentare (in particolare nella normativa fiscale), soprattutto in ottica comparata con gli altri Paesi comunitari.

³ Deloitte Financial Advisory, "Italy Private Equity Confidence Survey. Outlook per il secondo semestre 2013", n° 2, secondo semestre 2013.

4.3 Le operazioni di Merger & Acquisition

Secondo i dati contenuti nel “*Rapporto Mergers & Acquisitions*” di KPMG, nel 2013, a livello mondiale, sono state chiuse circa 27.300 operazioni (–1.200 rispetto all’anno precedente e circa –2.700 rispetto al 2011), per un controvalore complessivo sostanzialmente in linea su base annua e pari a circa 2.000 miliardi di dollari.

La dimensione dei volumi, unitamente ad una sostanziale stabilità del controvalore complessivo, dà evidenza di una crescita della dimensione media delle operazioni. A ciò aggiungiamo il fatto che circa il 60% del controvalore è riconducibile a grandi operazioni (cd. *big deal*) di importo superiore a 1 miliardo di dollari. Le prime 10 operazioni hanno movimentato circa il 12% dell’intero mercato⁴. Vi è quindi in atto un forte processo di consolidamento all’interno dei diversi settori industriali, guidato da pochi grandi *player* internazionali. Manca ancora – nonostante l’abbozzo di un trend di ripresa – una chiara direzione di inversione del ciclo. Eppure, almeno su scala mondiale, qualcosa si muove: la ripresa delle IPO (nel 2013 ci sono stati 843 collocamenti per 164 miliardi di dollari), le dinamiche importanti in atto in alcuni settori, quali *luxury*, moda, TLC, in cui sembra esserci spazio per prossime aggregazioni su scala internazionale.

In tale contesto, il mercato italiano dell’M&A rappresenta una quota pari a circa l’1,5-2% dell’attività mondiale, sia per volumi sia in controvalore. Con riferimento al 2013, il Rapporto KPMG ha censito la chiusura di 381 operazioni (+41 su base annua) a fronte di un controvalore di circa 31 miliardi di euro, in crescita di 5 miliardi rispetto al dato 2012.

La moderata ripresa, seppur ancora piuttosto lenta, si è riflessa sul miglioramento delle condizioni economiche nell’Area Euro e sull’andamento dei mercati finanziari europei ed italiano, facendo altresì ritornare l’interesse dei soggetti esteri nei confronti delle potenzialità delle aziende italiane. Non è un caso, ad esempio, che circa il 43% del controvalore delle operazioni di M&A in Italia sia di tipo *cross-border* in entrata (ovvero estero su Italia).

⁴ KPMG, “*Rapporto Mergers & Acquisitions. I mercati preparano la ripresa. Anno 2013*”, KPMG Corporate Finance, 2014.

Il mercato domestico si conferma trainato da poche grandi operazioni: le prime 10 per dimensione hanno rappresentato il 52% dell'intero mercato, con un controvalore di 16,2 miliardi di euro. Le prime 20 operazioni hanno movimentato 22,3 miliardi di euro (72%), polverizzando così il restante 28% del controvalore, pari a circa 8,7 miliardi di euro, su circa 360 operazioni di importo molto più modesto.

Nel presente paragrafo si dà conto del posizionamento degli operatori esteri, in qualità di *advisor*, nel mercato italiano dell'M&A con riferimento alle operazioni condotte nel 2013. I dati sono stati estratti dal *database* Dealogic ed integrati, per alcune elaborazioni, con i dati del Rapporto KPMG. La quota di mercato dei soggetti esteri nella prestazione di servizi di consulenza e assistenza alle imprese *target* e acquirenti ai fini della realizzazione del *deal* è stata 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 40,2 miliardi di euro, a fronte di 683 *tranche* di operazioni di M&A: la valorizzazione della transazione era disponibile per 263 *tranche* e per circa la metà di queste era disponibile almeno una informazione sugli *advisor* partecipanti, ovvero ruolo e denominazione, al fine di tracciarne l'origine geografica.

Tab. 10 – Distribuzione del controvalore (*deal value*) delle operazioni di M&A per origine del *target advisor* e dell'*acquiror advisor* (2013, valori 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	3,4	8,6	5,2	12,8	1,0	2,6	0,9	2,2	10,5	26,1
italiana e estera	5,7	14,2	4,7	11,6	-	-	3,1	7,6	13,4	33,4
italiana	1,8	4,4	0,1	0,3	0,2	0,4	0,5	1,2	2,5	6,3
dati nd.	0,7	1,8	-	-	0,1	0,2	13,0	32,2	13,7	34,2
Totale	11,6	29,0	9,9	24,7	1,3	3,1	17,4	43,2	40,2	100

Tab. 11 – Distribuzione del controvalore (deal value) delle operazioni di M&A per settore di operatività dell'impresa target e per origine geografica del target advisor (2013, primi 10 settori per operatività dei soggetti esteri, 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)	% su tot. Italiani e esteri	Ctvl.	% su (a)	% su tot. italiani	Ctvl.	% su (a)	% su tot. dati nd.		
Utility & Energy	3,1	7,7	29,5				0,4	1,0	16,6	0,3	0,7	2,0	3,8	9,4
Machinery	1,5	3,9	14,7	1,2	3,0	8,8				0,2	0,6	1,8	3,0	7,4
Insurance	1,5	3,7	14,1							1,9	4,7	13,7	3,4	8,4
Finance	1,1	2,7	10,5	0,1	0,3	0,8	0,2	0,5	8,0	2,3	5,7	16,7	3,7	9,2
Real Estate/Property	0,9	2,3	8,9							0,4	0,9	2,6	1,3	3,2
Healthcare	0,8	2,0	7,6							0,6	1,5	4,2	1,4	3,4
Metal & Steel	0,5	1,3	5,1				0,0	0,1	1,2	0,4	1,1	3,2	1,0	2,5
Transportation	0,3	0,8	3,1	3,7	9,1	27,3				0,1	0,3	0,9	4,1	10,2
Leisure & Recreation	0,3	0,6	2,4							0,1	0,2	0,5	0,3	0,8
Retail	0,2	0,4	1,5	2,9	7,3	21,9				2,1	5,2	15,3	5,2	13,0
Altri settori	0,3	0,7	2,5	5,5	13,8	41,2	1,9	4,6	74,2	5,4	13,3	39,0	13,0	32,4
Totale	10,5	26,1	100	13,4	33,4	100	2,5	6,3	100	13,7	34,2	100,0	40,2	100

Come evidenziato nella tab. 10, la rilevanza delle operazioni che hanno visto coinvolto almeno un *advisor* estero è piuttosto significativa: 65 *tranche* delle 263 valorizzate, cui corrisponde un controvalore di circa 26,5 miliardi, ovvero il 66% del totale.

La distribuzione delle operazioni realizzate nel 2013 per settore di operatività della *target company* e per provenienza geografica dei *target advisor* (tab. 11) evidenzia come l'operatività degli intermediari esteri sia condotta nei confronti di imprese *target* appartenenti soprattutto al settore delle *utilities* e dell'energia (circa 30%), finanziario-assicurativo (25%) e macchinari industriali (poco meno del 15%). Tali settori, pertanto, assommano circa il 69% della operatività complessiva dei *target advisor* esteri.

Rispetto alla dimensione complessiva del mercato, si osserva una ricomposizione dei settori, in cui il ruolo trainante delle operazioni di M&A condotte nel 2013 è stato svolto dal comparto *retail*, con 5,2 miliardi di controvalore, pari al 13% del totale, e da imprese appartenenti al settore dei trasporti (4,1 miliardi) e dell'energia (3,8 miliardi). Questi primi tre settori concentrano poco meno di un terzo della dimensione complessiva del mercato italiano.

Nella successiva tab. 12, invece, si propone una lettura matriciale dei settori di appartenenza di *target* e *acquiror*, al fine di evidenziare la presenza di *deal* intra-settoriali e di operazioni che, al contrario, coinvolgono nella compravendita imprese appartenenti a settori economici diversi. Con riferimento ai primi otto settori per importanza a livello di intero mercato (per destinazione delle risorse), si rileva che i *deal* intra-settoriali hanno movimentato 16,3 miliardi di euro (40% dell'intero mercato).

Tab. 12 – Distribuzione del controvalore (deal value) delle operazioni di M&A per settore di operatività della target company e dell'acquiror company (2013, primi 8 settori per controvalore totale, valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Settore di operatività della target company	Settore di operatività dell'acquiror company								Totale	
	Retail	Transportation	Utility & Energy	Finance	Aerospace	Insurance	Machinery	Oil & Gas		Altri settori
Retail	2,0			3,0					0,2	5,2
Transportation		3,7		0,4					0,0	4,1
Utility & Energy			2,8	0,2		0,0		0,7	0,1	3,8
Finance				3,7					0,0	3,7
Aerospace				0,1			3,3			3,4
Insurance				1,7		1,7				3,4
Machinery				1,6			1,3		0,0	3,0
Oil & Gas				1,8				1,1	0,0	2,9
Altri settori	0,0	0,5	0,1	5,6		0,2	0,3		3,9	10,7
Totale	2,0	4,2	2,9	18,1	-	1,9	5,0	1,8	4,2	40,2

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. 13).

Con riferimento alle prime 10 operazioni realizzate sul mercato italiano dell'M&A, sebbene da un lato se ne osservi una contrazione in valore assoluto (16,2 miliardi di euro, -1 rispetto al 2012) ed in termini relativi (53% del totale, con un calo di circa 14 punti percentuali su base annua), dall'altro è opportuno rilevare la prevalenza di acquisizioni estere nel nostro Paese. Cinque delle prime 10 operazioni sono, infatti, in direzione "estero su Italia", con *acquiror* provenienti da 5 Paesi diversi, di cui ben 3 extra-comunitari (Cina, USA e Brasile). Il controvalore di tali operazioni è pari a 9,2 miliardi, ovvero il 57% del valore dei *top 10 deal* e il 30% del valore complessivo del mercato italiano dell'M&A nel 2013.

Gli *advisor* esteri hanno svolto un ruolo di rilievo nell'assistenza delle imprese coinvolte nelle prime 10 operazioni di M&A, con servizi erogati sia alle *target company*, sia a quelle acquirenti. Come evidenziato nella tab. 13, gli operatori esteri con ruolo di *financial advisor* per la *target company* sono stati coinvolti in operazioni che hanno rappresentato il 45% del totale controvalore dei primi 10 *deal*, percentuale che sale al 50% considerando il supporto alle imprese acquirenti.

Tab. 13 – Distribuzione del controvalore (*deal value*) delle prime 10 operazioni di M&A per provenienza geografica e ruolo degli *advisor* (2013, valori in miliardi 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	2,4	14,8	5,4	33,3
con financial advisor italiani ed esteri	4,9	30,3	2,7	16,7
con advisor estero con altro ruolo	1,0	6,3	0,5	3,0
con advisor italiano con altro ruolo	0,3	1,7	-	-
dati nd.	7,6	46,9	7,6	46,9
Totale	16,2	100	16,20	100

I primi dati sul 2014, anticipati da KPMG, vedono un'accelerazione del mercato italiano dell'M&A, con 105 operazioni chiuse nel primo

trimestre, per un controvalore di 10,7 miliardi di euro. Vi sono quindi tutte le premesse per una sostanziale crescita del mercato.

L'operazione Fiat-Chrysler (2,7 miliardi di euro) e il completamento del processo di fusione in UnipolSai (anch'esso quantificato in circa 2,7 miliardi di euro) hanno contribuito a sostenere in modo importante la dimensione del mercato in questa prima parte dell'anno.

Altri fattori, quali ad esempio, le attese per i processi di ristrutturazione nel sistema bancario nazionale, la ripresa dello scenario macroeconomico e l'attenuarsi del "rischio Paese" dovrebbero consolidare tali primi risultati positivi. Non è un caso che, con riferimento alle operazioni chiuse nel primo trimestre 2014, circa un terzo siano *deal* in ingresso, per un controvalore di circa 4,3 miliardi di euro, e che hanno visto coinvolti investitori esteri provenienti da diversi Paesi e imprese italiane attive in una molteplicità di settori. Questo a testimonianza non solo dei margini di crescita dell'M&A in Italia, ma anche di un interesse diversificato da parte degli acquirenti esteri. Non si tratta solo di andare alla ricerca di opportunità "a sconto", ma di investire su *brand* forti, con fondamentali in crescita e un approccio strategico che ne possa ulteriormente valorizzare il marchio (visibilità e politiche di distribuzione globale).

Secondo il monitoraggio dell'M&A da parte della banca dati S&P Capital IQ, nell'ultimo triennio le operazioni di M&A "estero su Italia" sono state 198, per un controvalore di circa 45 miliardi di euro, mentre le operazioni inverse sono state 129, ma molto inferiori in termini di valore (17 miliardi). Se da un lato ciò può essere interpretato come il rischio di perdere importanti *assets* strategici, dall'altro – e soprattutto in ottica prospettica – deve consolidare l'apprezzamento del "Made in Italy" nel mondo e anche rappresentare per le aziende italiane "oggetto di attenzione" di investitori esteri una opportunità di crescita e di sviluppo.

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

Uno dei servizi più importanti offerti dalle banche estere alle imprese italiane è quello di assistenza in tutte le attività che comportano l'ingresso sui mercati internazionali ai fini dell'attività di emissione di strumenti finanziari e raccolta di capitale di debito e di rischio.

Nel presente capitolo si esamina il ruolo ed il posizionamento dei soggetti esteri con ruolo di *advisor* (ruolo di *bookrunner* dedicato alla strutturazione e al perfezionamento dell'operazione di collocamento) alle emissioni sui mercati dei capitali e la loro operatività sugli stessi, in termini di negoziazioni all'ingrosso su MTS e al dettaglio sui mercati cash e Idem e in strumenti derivati sul mercato italiano.

5.1 L'attività delle banche estere nei Debt Capital Markets

Per analizzare la quota di mercato dei *bookrunner* esteri abbiamo estratto dal *database* Dealogic su DCM (*Debt Capital Market*) le informazioni più rilevanti con riferimento alle caratteristiche dei collocamenti, fra cui: denominazione degli emittenti, forma tecnica e importo del prestito, composizione e ruoli degli intermediari preposti al collocamento.

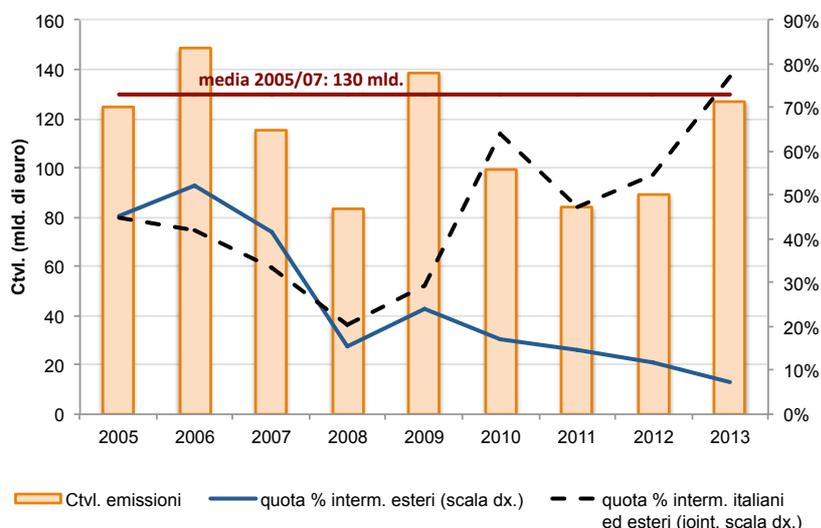
Nel 2013 il controvalore delle emissioni censite da Dealogic è stato pari a 127 miliardi di euro (+37,9 miliardi rispetto al 2012). E' cresciuta anche la numerosità dei collocamenti: 161 operazioni (+7) frazionate in 180 *tranche* (+3). La dimensione del mercato è così tornata prossima alla media del periodo pre-crisi. Nella fig. 1 si evidenzia invece la conferma del trend dell'ultimo triennio, che ha visto una riduzione della quota dei *bookrunner* esteri (si intenda: consorzi di collocamento composti da soli intermediari esteri) e un ulteriore incremento della quota intermediata tramite consorzi transnazionali, che vedono tra i partecipanti sia soggetti esteri sia operatori domestici.

Nel 2013 *bookrunner* esclusivamente esteri hanno assistito emittenti italiani per il collocamento di prestiti per un controvalore di 9,3 miliardi di euro (pari al 7% del totale), cui si aggiungono 97,9 miliardi (77% del totale) relativi all'operatività congiunta con banche nazionali. Possiamo

quindi stimare attorno all'84% la penetrazione dei soggetti esteri nel mercato italiano delle emissioni di debito.

Considerando la distribuzione delle singole *tranche* per origine geografica dei *bookrunner*, è possibile desumere anche un'indicazione sulla dimensione media dei singoli collocamenti. Non sorprende che i prestiti di dimensione maggiore siano stati collocati congiuntamente tramite consorzi composti da soggetti esteri e intermediari domestici: essi hanno collocato oltre la metà delle *tranche* (103), per un importo unitario medio di circa 950 milioni di euro. Più bassa è la dimensione media dei prestiti assistiti da soli intermediari italiani (795 milioni) e dei collocamenti che hanno visto la partecipazione di soli operatori esteri (179 milioni).

Fig. 1 – Distribuzione del controvalore annuo delle emissioni su DCM di emittenti italiani (2005/13, valori in miliardi di euro) e quote dei *bookrunner* per origine geografica (in %, scala di dx.) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic



Considerando la totalità dei collocamenti, la loro distribuzione settoriale (tab. 1) mette in luce un maggior attivismo di emittenti governativi (57 miliardi, pari al 45% del totale) e di imprese del settore finanziario (40 miliardi, 32%) e dell'energia (9 miliardi, 7%).

Gli intermediari esteri – in via esclusiva – hanno offerto supporto ad imprese ed emittenti attivi in una molteplicità di settori, sebbene i tre

sopra citati abbiano avuto, anche in questo caso, un ruolo predominante. Infatti, essi hanno rappresentato l'83% del controvalore dei prestiti assistiti da soli intermediari esteri.

I collocamenti governativi sono stati per lo più assistiti congiuntamente da soggetti esteri ed intermediari domestici (39,3 miliardi a fronte di un totale riconducibile al settore *Government* pari a 57 miliardi). Il dato non è particolarmente sorprendente. Infatti, se consideriamo la classifica per dimensione delle singole *tranche*, le prime 5 posizioni sono occupate da altrettanti collocamenti di *bond* governativi *Republic of Italy*, per un controvalore di circa 56 miliardi, ovvero la quasi totalità delle emissioni in tale settore. Di questi, circa 39 miliardi (70%) sono stati assistiti congiuntamente da intermediari italiani ed esteri.

Nella *top ten* ordinata per dimensione delle singole *tranche* vi sono poi tre collocamenti di emittenti bancari (4,2 miliardi), uno di un'impresa del settore automobilistico e uno di un'impresa del settore dell'energia (entrambi con valore nominale di 1,25 miliardi). Conteggiando tali primi 10 collocamenti, 9 di questi hanno visto la presenza di almeno un intermediario estero, congiuntamente con operatori domestici.

Possiamo quindi rilevare una sostanziale “correlazione positiva” tra la dimensione del prestito (singola *tranche*) ed il grado di internazionalizzazione del *pool* di operatori che forniscono servizi di *advisory* ai fini del collocamento.

Tale legame può essere colto anche esaminando la numerosità dei soggetti partecipanti al singolo collocamento. Nel 2013 vi sono state 34 *tranche* collocate con assistenza di un unico *bookrunner* estero, che hanno espresso un controvalore di circa 4,9 miliardi, ovvero meno del 4% del totale di mercato.

La dimensione media dei *pool* che hanno visto presenti sia soggetti esteri sia operatori domestici è stata più elevata: essi hanno collocato circa 27 miliardi in *pool* composti da 2-3 intermediari (13 *tranche*), circa 50 miliardi in *pool* composti da 4-5 intermediari (58 *tranche*) e 20,8 miliardi in *pool* composti da almeno 6 intermediari (32 *tranche*). La differenza rispetto ai *pool* di soli intermediari domestici è piuttosto rilevante: infatti la numerosità massima di questi ultimi è di 2 intermediari (3 sole *tranche*), mentre i 22 collocamenti che sono stati assistiti da un unico operatore domestico hanno espresso un controvalore di soli 2,3 miliardi di euro, ovvero meno del 2% del totale di mercato.

Ne potremmo quindi derivare un “incrocio” dei livelli di offerta e delle caratteristiche della domanda su “posizioni più alte”, che si concretizzino poi in soluzioni contrattuali più complesse e diversificate all’aumentare della dimensione e della complessità del collocamento.

L’analisi per forma tecnica (*deal type*) dei prestiti non evidenzia particolari specificità nell’offerta di servizi da parte degli intermediari esteri. Considerando la loro operatività complessiva, quindi sia in via esclusiva, sia all’interno di *pool* con intermediari domestici, le forme tecniche che hanno svolto un ruolo trainante sono state le obbligazioni governative e le obbligazioni societarie di buono/elevato rating (*investment grade*). I collocamenti governativi, come già accennato, hanno espresso un valore nominale di circa 57 miliardi di euro, di cui circa 40 con la partecipazione di soggetti esteri. Viceversa, il controvalore delle emissioni di *corporate bond investment grade* è stato di circa 39,6 miliardi, di cui 38,4 con l’assistenza di soggetti esteri.

Per quanto attiene alle altre forme tecniche, meritano menzione i collocamenti di *corporate bond high yield*, pari a circa 12,9 miliardi di euro e di *covered bond*, per circa 10,6 miliardi di euro. In entrambi i casi, la quota assistita da operatori esteri, in via esclusiva o condivisa con intermediari domestici, è risultata pari al 97%.

Tab. 1 – Distribuzione del controvalore dei prestiti su DCM con emittenti italiani, per origine geografica del bookrunner e settore di appartenenza dell'emittente (2013, 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									Totale settore (a)		
	intermediari esteri				intermediari italiani ed esteri				intermed. italiani	Ctvl.	% su totale	#
	Ctvl.	% su (a)	% su tot. esteri	#	Ctvl.	% su (a)	% su tot. Italiani e esteri	#	Ctvl.			
Government	1,00	1,7	10,8	3	39,27	68,5	40,1	1	17,06	57,33	45,1	1
Finance	4,42	10,9	47,5	1	33,84	83,8	34,6	2	2,11	40,37	31,8	2
Utility & Energy	2,29	25,3	24,7	2	6,30	69,4	6,4	3	0,48	9,07	7,1	3
Transportation	0,51	12,0	5,5	4	3,75	88,0	3,8	4		4,26	3,4	4
Auto/Truck	0,37	11,1	3,9	5	2,92	88,9	3,0	6		3,28	2,6	5
Oil & Gas	0,08	2,4	0,8	9	3,00	97,6	3,1	5		3,08	2,4	6
Telecommunications					2,36	100,0	2,4	7		2,36	1,9	7
Construction/Building					1,93	100,0	2,0	8		1,93	1,5	8
Altri settori	0,63	11,6	6,8		4,57	84,2	4,7		0,23	5,43	4,3	
Totale	9,29	7,3	100		97,92	77,1	100		19,88	127,09	100	

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

Come emerge dalla tab. 2, infine, gli intermediari esteri – considerati come unici partecipanti al collocamento – sono risultati particolarmente attivi nelle emissioni di prestiti con *tranche* di media dimensione (tra 100 e 500 milioni di euro). Viceversa, l’operatività congiunta con intermediari nazionali ha riguardato soprattutto emissioni di grande dimensione, ovvero per *tranche* di importo superiore a 500 milioni di euro. Tale distribuzione non si discosta significativamente da quanto osservato nel 2012.

Tab. 2 – Distribuzione del controvalore (*tranche value*) per classe dimensionale e origine geografica del bookrunner (2013, valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

Classi dimensionali delle tranche di prestito	Origine geografica bookrunner parent			Totale
	intermediari esteri	intermed. italiani ed esteri	intermediari italiani	
fino a 10 mln.	0,02	0,01	0,04	0,07
10-100 mln.	1,20	0,13	0,66	1,98
100-500 mln.	6,39	16,03	2,13	24,54
500 mln.-1 mld.	1,69	20,06		21,75
1-5 mld.		27,43		27,43
oltre 5 mld.		34,27	17,06	51,33
Totale	9,29	97,92	7,31	127,09

5.2 L’operatività nell’Equity Capital Market

Nel presente paragrafo si analizza il posizionamento degli operatori esteri (banche di investimento e intermediari finanziari specializzati) nel supporto offerto ad emittenti italiani per il collocamento di strumenti di capitale di rischio, mediante servizi di *advisory* e di assistenza all’operatività sui mercati internazionali.

Le elaborazioni sono state realizzate sul *database* Dealogic ECM (*Equity Capital Market*), i cui dati sono relativi alle operazioni di ammissione alla quotazione in borsa (IPO), alle operazioni di aumento di capitale negoziate sui mercati secondari e all’emissione di prestiti obbligazionari convertibili in azioni.

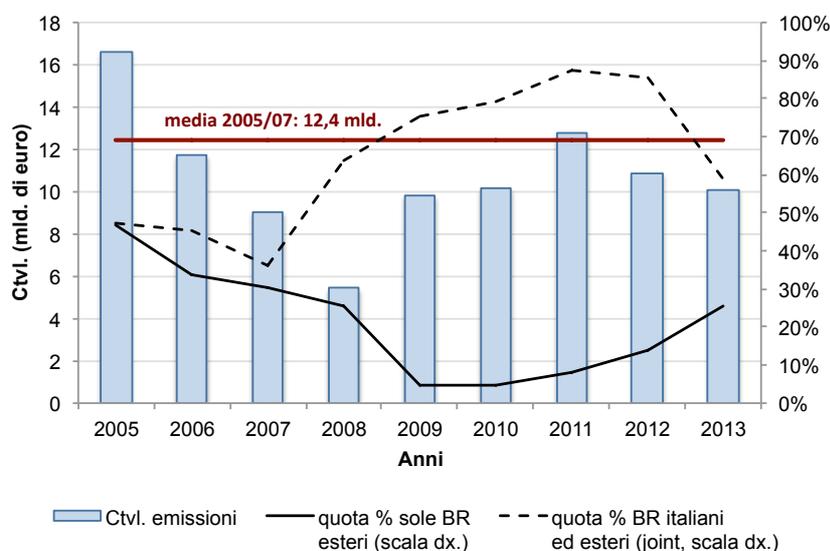
Il controvalore degli scambi effettuati nel 2013 è risultato pari a 10,1 miliardi di euro, in calo di circa 800 milioni di euro (-7,1%) rispetto al 2012, frutto di 48 operazioni (+33 rispetto al 2012).

La quota di mercato dei soggetti esteri, in linea con le precedenti rilevazioni, si conferma molto importante e vitale per sostenere

l'operatività delle imprese italiane sul capitale rischio. Essi hanno partecipato a 27 operazioni, con una quota di mercato pari all'88% (fig. 2). I *pool* di *bookrunner* solo esteri hanno assistito 10 operazioni per un controvalore complessivo di 2,6 miliardi di euro; congiuntamente con intermediari finanziari italiani, invece, hanno partecipato in qualità di *bookrunner* ad altre 17 operazioni – le maggiori per dimensione – per un controvalore complessivo di 5,9 miliardi di euro.

Rispetto alla dimensione media del mercato nel triennio pre-crisi (2005/07), il controvalore dell'ultimo anno è inferiore di circa il 19%. Su base annua, tuttavia, la decisa ripresa nel numero di operazioni svolte sembra suggerire un graduale ritorno alla fiducia sui mercati azionari, sebbene in assenza di operazioni di grandi dimensioni. Infatti, solo 3 *deal* hanno registrato un controvalore superiore a 1 miliardo di euro e le 12 IPO realizzate hanno raccolto risorse per circa 1,2 miliardi di euro, ovvero poco più del 12% della dimensione del mercato.

Fig. 2 – Distribuzione del controvalore annuo delle operazioni su ECM con emittenti italiani (2005/13, valori in miliardi di euro) e quote dei *bookrunner* per origine geografica (in %, scala di dx.) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic

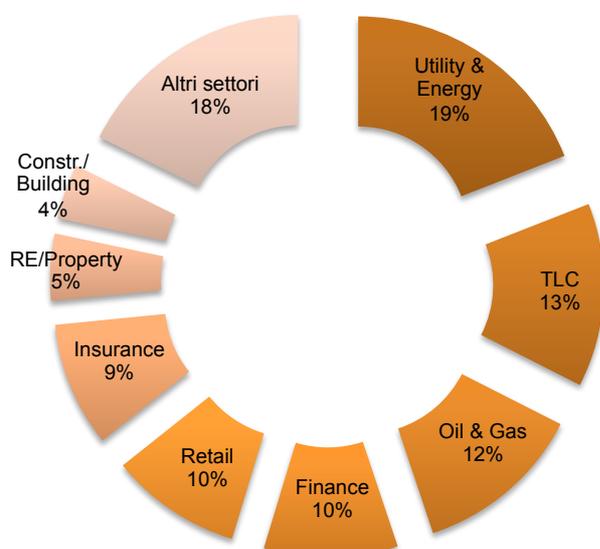


Con riferimento al settore di appartenenza dell'emittente (fig. 3), nel 2013 le operazioni su ECM hanno riguardato soprattutto i settori *Utility & Energy* (1,9 miliardi di euro), *TLC* (1,3 miliardi) e *Oil & Gas* (1,2

miliardi). Tre delle otto operazioni realizzate in tali comparti hanno visto il coinvolgimento di *bookrunner* esteri. In particolare, in un caso il collocamento è stato assistito da un *pool* costituito da 3 operatori esteri e nei due rimanenti casi il collocamento è stato assistito da *pool* composti da intermediari esteri e da una banca domestica.

Dalla distribuzione settoriale rappresentata nella fig. 3 emerge come il mercato del capitale di rischio in Italia nel 2013 sia risultato piuttosto concentrato su pochi settori e, soprattutto, su poche operazioni di maggiore dimensione. Il peso delle prime 5 operazioni sul totale è di circa il 51%, incidenza che sale al 65% analizzando le prime 10. Le prime 10 operazioni per controvalore hanno visto, in 8 casi su 10, la presenza di almeno un *bookrunner* estero.

Fig. 3 – Distribuzione % del controvalore annuo delle operazioni su ECM con emittenti italiani per settore economico di appartenenza dell'emittente (2013) – Fonte: rielaborazione propria su dati Dealogic



Sulla base dei dati riportati nella relazione Consob per l'anno 2013, il numero di società quotate in cui gli investitori istituzionali esteri detengono partecipazioni rilevanti (ovvero pari ad almeno il 2% del capitale ordinario con diritto di voto) è cresciuto da 52 a 69. Inoltre, circa il 90% delle partecipazioni complessive detenute da investitori istituzionali è riferibile a soggetti esteri.

Secondo le rilevazioni della banca dati S&P Capital IQ, il numero dei soggetti esteri con partecipazioni oltre il 3% in imprese italiane quotate è passato da 113 a 135.

Una lettura “incrociata” di tali dati, unitamente al fatto che un numero elevato di investitori esteri detenga quote di poco superiori alla soglia rilevante per la *disclosure* della partecipazione e alla ripresa dei corsi azionari nell’ultimo anno, potrebbe suggerire il ritorno più deciso degli investitori esteri ad effettuare investimenti non speculativi ma orientati alla crescita di lungo periodo.

La ripresa degli indici di Borsa (+16% nel 2013) e degli scambi (+12%) è proseguita nei primi mesi del 2014, contribuendo a rendere Piazza Affari il mercato azionario con la migliore performance tra i principali Paesi europei. Il rapporto capitalizzazione/PIL, ancorché distante dai primi anni Duemila, è cresciuto di circa 5 punti percentuali, dal 23 al 28%.

L’analisi del valore e della composizione delle partecipazioni detenute dai soggetti esteri riflette una accresciuta attrattività del mercato azionario italiano. Secondo le rielaborazioni di S&P Capital IQ, il valore delle partecipazioni detenute dai soggetti esteri, al netto degli investimenti detenuti all’estero da azionisti italiani, è pari a 200 miliardi di euro, rappresentando circa il 38% dell’attuale capitalizzazione del listino italiano. Le maggiori preferenze sono rivolte ad azioni appartenenti all’indice FTSE-Mib (90%) e, in termini di diversificazione settoriale, ad imprese del comparto finanziario e dell’energia. Sebbene tale dato rifletta anche le caratteristiche “endogene” della distribuzione settoriale delle principali aziende quotate, va rilevato che tali due settori attraggono oltre la metà (54%) delle partecipazioni estere, quota che sale all’87% includendo altri tre settori tra i più rappresentati (*utilities*, industria e beni di consumo).

In termini di provenienza geografica, la quota più significativa è riconducibile ad investitori USA: i fondi americani detengono in portafoglio partecipazioni per circa 94 miliardi di euro. In particolare il fondo BlackRock detiene partecipazioni per circa 20 miliardi in 156 società. A testimonianza dell’interesse strategico che tale posizionamento sembra rivestire per il fondo, va rilevato che il valore delle partecipazioni è raddoppiato su base annua, dimensione solo in parte spiegata dalla ripresa dei corsi azionari. Infatti, le principali variazioni sono dovute all’incremento delle quote di partecipazioni in alcuni dei principali *player* bancari domestici: nel corso dei primi mesi del 2014,

BlackRock ha aumentato le proprie partecipazioni al 5% in Intesa Sanpaolo e Unicredit e al 6,8% nel Banco Popolare.

La “galassia” BlackRock comprende altre partecipazioni di rilievo in imprese italiane operanti in vari settori, a testimonianza di un ampio interesse per alcune delle più importanti realtà industriali italiane.

La Francia, secondo Paese più rappresentato per controvalore delle partecipazioni (25 miliardi di euro), ha visto una significativa riduzione sul capitale di rischio di imprese italiane da parte di Bnp Paribas e Société Générale. Tali decisioni vanno probabilmente contestualizzate all'interno di più complessive strategie di riorganizzazione dei *business* da parte di tali intermediari, anche alla luce dei risultati emersi dall'esercizio 2013.

L'esito delle ammissioni a quotazione di imprese italiane nel 2013 ha evidenziato come la quota assegnata agli investitori istituzionali esteri sia stata pari al 66% del totale, con un peso più che doppio rispetto alla quota assegnata agli investitori istituzionali nazionali (26,2%). Il dato risulta in crescita di circa 10 punti percentuali rispetto alle quotazioni del 2012.

Con riferimento alle imprese quotate sul segmento STAR di Borsa Italiana, lo studio annuale di IR Top (basato su dati Consob al 4 marzo 2014) evidenzia come l'interesse degli investitori istituzionali esteri sia particolarmente elevato. Essi rappresentano – in numero – l'80% degli investitori qualificati, con 13 nuovi ingressi nel 2013 ed una presenza particolarmente rilevante nelle società con capitalizzazione inferiore ai 200 milioni di euro. Tale dato è indicatore di un rinnovato interesse verso le imprese italiane di media dimensione caratterizzate da requisiti aziendali-imprenditoriali particolarmente “apprezzati”, quali le condizioni di sviluppo del *business*, la propensione all'internazionalizzazione e l'operatività in settori particolarmente innovativi, nonché alti livelli di *compliance* ai requisiti del mercato di Borsa, come la trasparenza societaria e la liquidità dei titoli.

L'ammontare complessivo delle partecipazioni detenute su STAR è pari a circa 2 miliardi di euro, poco più dell'83% del totale delle partecipazioni detenute dagli investitori qualificati.

5.3 Le negoziazioni su MTS

Nel mercato all'ingrosso dei titoli di Stato (MTS Italy), sulla base dei dati rilevati da MTS Markets¹, la quota di mercato dei partecipanti esteri si è confermata molto elevata anche nel 2013. Si conferma quindi un trend già osservato negli ultimi anni.

La lista degli aderenti che hanno negoziato su MTS nel 2013 si compone di 110 intermediari (-25 unità su base annua), di cui 46 esteri, in calo di 13 unità rispetto all'anno precedente.

Nel corso dell'anno i volumi medi giornalieri su MTS cash sono stati ampiamente superiori a quelli del 2012, con la riduzione del differenziale medio *bid/ask* sulle proposte di negoziazione dei BTP da 33 a 12 punti base². Tali miglioramenti sono proseguiti anche nei primi mesi del 2014: i volumi sono ulteriormente saliti, fino a livelli superiori a quelli rilevati prima della crisi del debito sovrano.

I volumi medi giornalieri negoziati sono passati da 2,2 miliardi (2012) a poco meno di 3,6 miliardi (2013), con una particolare accelerazione nella seconda metà dell'anno (3,9 miliardi). Tale trend è poi proseguito, come sopra accennato, anche nel primo trimestre 2014, in cui il dato è salito ad oltre 6,3 miliardi di euro. La quota maggiore delle negoziazioni ha luogo sulle scadenze del BTP: nel 2013 in tale comparto gli scambi medi giornalieri sono stati pari a circa 1,7 miliardi di euro, ovvero quasi la metà del totale di MTS cash.

Su MTS Repo il controvalore dei volumi medi giornalieri è salito su base annua del 25,6%, da 58,5 a 73,5 miliardi di euro. I volumi del primo trimestre 2014, nonostante il calo del mese di gennaio, sono in linea con il dato medio 2013.

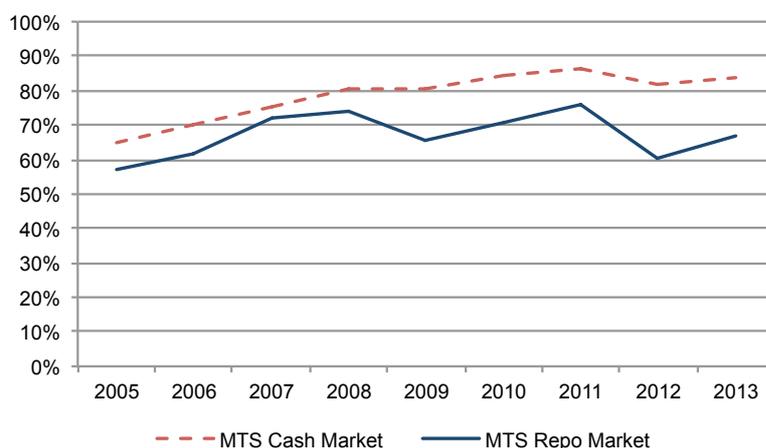
Gli scambi medi giornalieri su BondVision nel corso del 2013 sono passati da 1,9 a 2,4 miliardi e nei primi tre mesi del 2014 sono ulteriormente aumentati (3,9 miliardi).

¹ 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/mm/mtsbond>).

² Banca d'Italia, "Relazione annuale sul 2013", Roma, 30 maggio 2014, pag. 197.

Nel 2013, su MTS cash la quota media degli operatori esteri è stata pari all'84% (fig. 4), in linea con la media degli ultimi anni. Nel periodo 2005/13 la quota media dei volumi negoziati dai partecipanti non italiani è stata pari al 79%. La quota degli intermediari esteri nei diversi comparti in cui si articola MTS cash, distinti per tipologia di titolo di Stato negoziato (BOT, BTi, BTP, CCT e CTZ), è molto significativa e nel corso dell'ultimo anno è, in media, cresciuta di 1,8 punti percentuali. La quota oscilla da un minimo del 64% nel comparto dei CCT ad un massimo dell'86% nel comparto dove sono negoziati i BTi.

Fig. 4 – Quota di mercato dei partecipanti esteri a MTS Italy (Cash e Repo, 2005/13, valori in % degli scambi) – Fonte: MTS Markets



Anche su MTS Repo la quota dei partecipanti esteri si conferma molto elevata. Nel 2013 essa si è attestata al 67%, riallineandosi così alla media del periodo 2005/12, grazie al recupero di circa 6 punti percentuali su base annua.

I dati disaggregati per *duration* dello strumento negoziato e per comparto evidenziano un'ampia volatilità della quota di mercato detenuta dai soggetti esteri: tuttavia, in tutti i comparti dell'MTS Repo gli operatori esteri hanno espresso più della metà dei volumi negoziati.

I 15 operatori più attivi nel corso del 2013 hanno detenuto una quota di mercato pari al 72% su MTS cash e al 59% su MTS Repo. All'interno del *cluster* dei 15 operatori più attivi, i soggetti esteri hanno espresso, rispettivamente, l'85% e il 75% del totale dei volumi negoziati da questi negoziati.

5.4 Le negoziazioni su 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 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).

A fine 2011 (ultimi dati pubblicamente disponibili sulla composizione degli associati), gli intermediari aderenti ad Assosim 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 TLX³.

5.4.1 L'analisi del mercato cash

Nel 2002 il peso degli intermediari esteri associati ad Assosim era poco meno di un terzo (31,5%) del controvalore negoziato su titoli azionari sull'intero mercato. In seguito la quota dei soggetti esteri si è ridotta, peraltro con variazioni contenute in pochi punti percentuali. Nel corso del 2013 la quota degli intermediari esteri associati ad Assosim sulle negoziazioni del mercato a pronti (cash) si è attestata al 25,1%, in crescita rispetto al 2012 (+2,3 punti percentuali) e al 2011 (+3,1).

I soggetti esteri però 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 (dato stabile rispetto al precedente anno). Esse rappresentano il 33,4% del mercato e tenuto conto che gli associati Assosim costituiscono circa il 37% del mercato stesso, possiamo stimare che i soggetti esteri negozino circa il 90% del controvalore generato dagli associati Assosim.

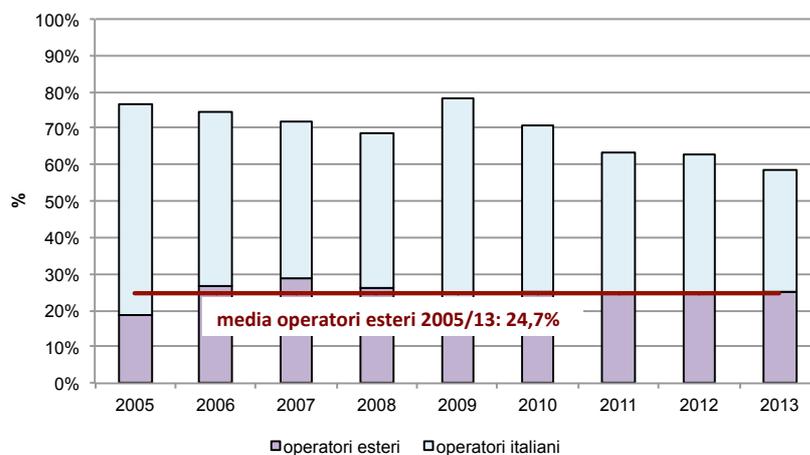
³ Assosim, "Relazione annuale del Presidente all'Assemblea degli Associati. Esercizio 2011", Milano, 29 marzo 2012 e Assosim, "Rapporto periodico anno 2013 sui dati di negoziazione degli associati Assosim", 2014.

Nei restanti comparti del mercato cash la penetrazione degli intermediari esteri è piuttosto variabile. In questo senso il dato sul 2013 non si discosta da quanto osservato negli anni precedenti.

La presenza dei soggetti esteri si conferma più significativa nei comparti SeDeX e ETFplus. Su SeDeX gli intermediari esteri sono 5 e nel 2013 hanno contribuito al 16,4% del controvalore di mercato (20% nel 2012), ovvero al 21,3% del controvalore riconducibile ad associati Assosim. Nel comparto ETFplus, risultano attivi 10 intermediari esteri, con una penetrazione pari al 10,9% del totale mercato, ovvero circa il 33% del controvalore movimentato dagli associati Assosim.

Viceversa, il contributo alle negoziazioni di mercato è risultato più contenuto nei comparti in cui si scambiano titoli obbligazionari (DomesticMOT e EuroMOT): gli operatori esteri associati presenti sono tre e il controvalore generato è inferiore al 2% del totale di mercato. Va però precisato che nel comparto DomesticMOT le statistiche di Assosim coprono poco meno dei due terzi del totale. Possiamo quindi presumere che la quota di penetrazione dei soggetti esteri sia verosimilmente più elevata, sebbene non intercettabile nelle statistiche Assosim.

Fig. 5 – Andamento delle quote di mercato degli operatori associati ad Assosim (2005/13, % di controvalore totale negoziato sul mercato cash, comparto azionario) - Fonte: rielaborazione propria su dati Assosim



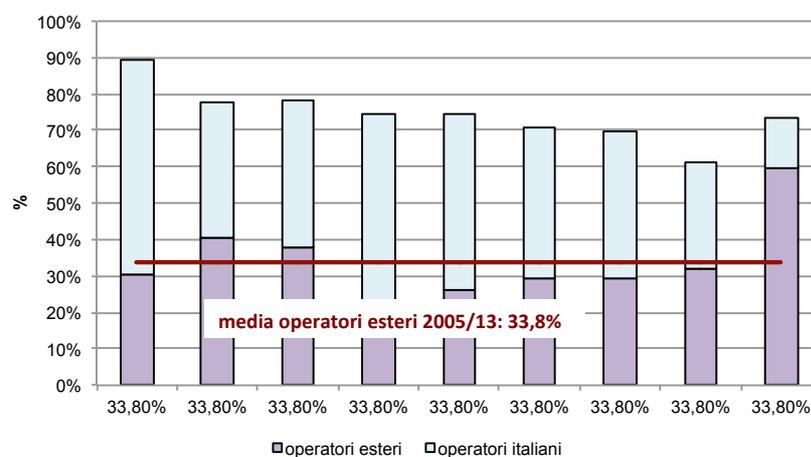
5.4.2 L'analisi del mercato Idem

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

Nel 2013 il numero di intermediari associati partecipanti alle rilevazioni di Assosim è stato pari a 25, di cui 10 esteri (3 in più rispetto al precedente anno). La quota di penetrazione dei soggetti esteri è piuttosto differenziata tra i comparti del mercato Idem. I valori più elevati si registrano nel comparto dei *future* azionari (cfr. fig. 6), in cui gli intermediari esteri hanno espresso il 59% (32% nel 2012) del numero di contratti scambiati sul mercato, ovvero l'81% (52% nel 2012) del totale riconducibile alle associate Assosim.

Tale variazione è peraltro dovuta alla maggiore operatività (misurata in termini di incidenza sul numero di contratti totali negoziati) di un solo intermediario estero che nel 2013 è salito al primo posto nella classifica delle associate Assosim con riferimento all'operatività sia per conto terzi sia per conto proprio nel comparto dei *future* su azioni.

Fig. 6 – Andamento delle quote di mercato degli operatori associati ad Assosim (2005/13, % del numero complessivo di contratti di *future* azionari negoziati sul mercato Idem) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assosim



Nei contratti derivati sull'indice S&P/MIB (*future* e opzioni) la quota dei soggetti esteri è circa pari, rispettivamente, al 13 e al 20% del totale. Tenuto conto della significatività del campione delle associate Assosim rispetto al totale di mercato, si rileva che in entrambi i segmenti i

soggetti esteri esprimono la maggioranza dei contratti scambiati dalle associate.

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 2012 e 2013, 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.

Secondo le statistiche BRI, a fine 2013, il controvalore in circolazione (*outstanding*) dei derivati negoziati fuori borsa era pari a circa 710.183 miliardi di dollari, in aumento di poco più di 77 mila miliardi rispetto al dato di dicembre 2012 (+12%). La quota maggiore è ascrivibile ai derivati sui tassi (584.364 miliardi di dollari, pari all'82,3% del totale) e ai derivati su valute e tassi di cambio (70.553 miliardi di dollari, ovvero il 9,9%). 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 3% del totale, ovvero poco più di 21 mila miliardi di dollari, in calo del 16% tra fine 2012 e fine 2013. 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 contratti *future* e delle opzioni scambiati su mercati regolamentati. A fine 2013 il nozionale *outstanding* era pari a 64.628 miliardi di dollari, di cui 25.933 su *future* (+7,5% rispetto a fine 2012) e 38.695 su opzioni (+36,5%). Possiamo quindi stimare che il peso dei derivati scambiati su mercati regolamentati sia circa il 9,1% del nozionale mondiale OTC: a fine 2012 era l'8,3% e un anno prima ancora era l'8,7%.

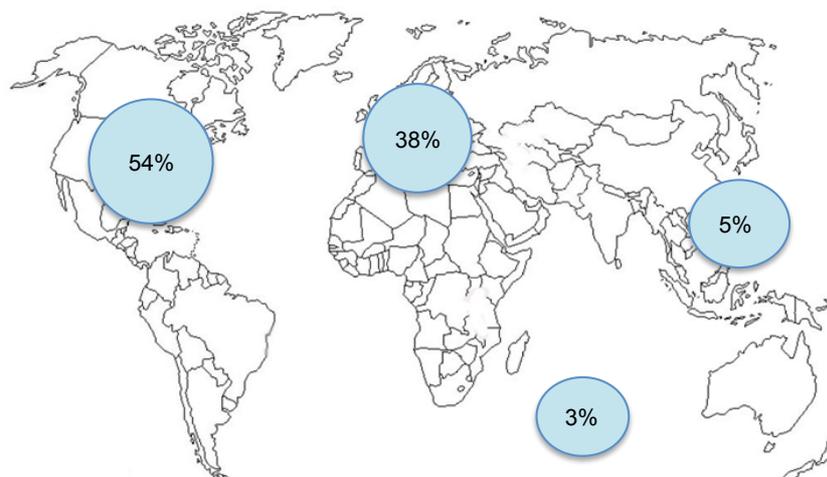
Per quanto attiene alla distribuzione per macro-aree geografiche nel mondo (fig. 7), i derivati regolamentati sono scambiati soprattutto nel

Nord America e in Europa, i cui mercati si dividono il 92% del nozionale. Va segnalato, a tal proposito, che nel corso del 2013 la quota degli scambi sui mercati nord-americani è cresciuta di circa 9,5 punti percentuali e, in valore, di 11.579 miliardi di dollari.

L'effetto è ascrivibile, soprattutto, all'aumento del nozionale su opzioni scambiate sui mercati del Nord America (+10.224 miliardi di dollari).

Il valore nozionale relativo a scambi sui mercati europei è passato da 23.724 a 24.352 miliardi di dollari (+2,7%), che ha portato l'incidenza sul totale dal 45% al 38%.

Fig. 7 – Distribuzione % del valore nozionale dei derivati regolamentati (dicembre 2013, 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 comparto⁴. A tali

⁴ 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, UBI Banca e Unicredit. Cfr. Banca d'Italia, "Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine giugno 2013", comunicato stampa, 22 novembre 2013.

operatori fa capo oltre il 90% delle operazioni in derivati finanziari e creditizi condotte da gruppi bancari italiani.

A fine giugno 2013 il valore nozionale dei derivati creditizi e finanziari era pari 9.506 miliardi di dollari, di cui 7.878 miliardi su derivati creditizi sui tassi d'interesse. Nel corso dell'ultimo semestre il valore nozionale complessivo è diminuito del 5% circa: accanto ad un calo del 4,5% del valore riconducibile ai derivati finanziari, si è osservato un ulteriore decremento del 19,7% riferito ai CDS comprati e venduti. Peraltro l'andamento di quest'ultimo aggregato è risultato molto diverso tra il I semestre 2012 e il I semestre 2013: infatti il valore del nozionale sui CDS è passato da 724 miliardi di dollari di giugno 2012 a 504 (giugno 2013). Il calo ha riguardato le posizioni sia sui CDS comprati sia su quelli venduti. Il valore nozionale dei CDS comprati è diminuito del 20 % circa e quello dei CDS venduti del 19% circa, collocandosi rispettivamente a 251,3 e 252,8 miliardi di dollari.

Con riferimento ai derivati creditizi, al 30 giugno 2013 tutti i contratti in essere avevano per controparte un'istituzione finanziaria.

Sulla base delle informazioni risultanti dall'ultima indagine triennale sul *turnover* dei mercati dei cambi e derivati in Italia e curata da Banca d'Italia⁵ ricaviamo che il 73% 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 più di 6.500 miliardi di dollari, con una quota di penetrazione degli intermediari finanziari esteri pari a circa il 69% del valore complessivo dei derivati finanziari e creditizi scambiati nel nostro Paese.

⁵ Banca d'Italia, "Il turnover dei mercati dei cambi e derivati in Italia", comunicato stampa, aprile 2013.

CAPITOLO 6. ASSET MANAGEMENT

Nel presente capitolo si analizza il contributo degli operatori esteri all'interno dell'industria italiana del risparmio gestito, misurata con riferimento alla gestione collettiva e di portafoglio e ai fondi pensione¹.

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 mercato italiano del risparmio gestito.

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

Con riferimento alla gestione collettiva e di portafoglio, i dati per patrimonio gestito aggiornati alla fine del quarto trimestre 2013 e utilizzati per la presente analisi, sono relativi a 231 società e 75 gruppi.

La tab. 1 evidenzia le quote di patrimonio gestito dei gruppi esteri ed italiani nel periodo 2007/13. Dal 2007 al 2011 è possibile osservare una tendenziale riduzione del valore assoluto degli *Asset Under Management* (AUM) riferiti sia alle gestioni collettive, sia alle gestioni di portafoglio. Gli AUM di sistema sono così passati da 1.131 a 938 miliardi di euro, con un calo di quasi 200 miliardi di euro in valore (-17%). Il calo, peraltro, ha riguardato solo le consistenze dei gruppi di diritto italiano, che hanno registrato una variazione negativa di 231 miliardi, mentre il valore dei patrimoni gestiti da gruppi di diritto estero è passato da 176,1 a 214 miliardi di euro (+37,9 miliardi, +21,5%).

Nel corso degli ultimi 2 anni si è assistito ad una inversione del trend di sistema: gli AUM a fine 2013 sono risaliti a 1.332 miliardi di euro, in crescita del 42% rispetto al 2011 e del 12% rispetto al 2012. Lo stock è così tornato superiore al livello di fine 2007.

La quota detenuta da gruppi di diritto estero, dopo un lieve calo registrato nel 2012, nell'ultimo anno è tornata a crescere, fino al 21% del totale di mercato. Si conferma un peso di maggior rilievo nell'ambito

¹ Sono stati considerati i rapporti Assogestioni disponibili sino al momento della pubblicazione del presente Rapporto e, in particolare, la “*Mappa del Risparmio Gestito*” del 14 febbraio 2014, aggiornata alla fine del IV trimestre 2013.

delle gestioni collettive: in tale comparto i gruppi di diritto estero detenevano, a fine 2013, poco meno del 30% degli AUM.

Nel corso del 2013 la dinamica degli AUM gestiti da operatori esteri è stata più rilevante della media del sistema: infatti la crescita di tali posizioni è stata pari al 19,4%, ovvero oltre 8 punti percentuali maggiori rispetto alla variazione intervenuta nello stock di AUM riconducibili a gruppi di diritto italiano.

Con riferimento al trend recente relativo all'andamento delle quote di mercato detenute dagli operatori esteri, negli ultimi sei 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 14,1% di fine 2013, con un ammontare di AUM più che raddoppiato, da 40,8 a 102,8 miliardi di euro.

Tab. 1 – Evoluzione del patrimonio gestito (gestione collettiva e di portafoglio): controvalore e quote di gruppi esteri ed italiani (2007/13, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni

	2007		2008		2009		2010	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Gestione collettiva	648.623	100	434.135	100	476.539	100	501.333	100
Gruppi esteri	135.301	20,9	82.143	18,9	96.825	20,3	121.848	24,3
Gruppi italiani	513.322	79,1	351.992	81,1	379.714	79,7	379.485	75,7
Gestione di portafoglio	482.430	100	407.367	100	473.156	100	505.455	100
Gruppi esteri	40.796	8,5	60.580	14,9	80.564	17,0	92.912	18,4
Gruppi italiani	441.634	91,5	346.787	85,1	392.592	83,0	412.543	81,6
Totale	1.131.053	100	841.502	100	949.695	100	1.007.430	100
Gruppi esteri	176.097	15,6	142.723	17,0	177.389	18,7	214.732	21,3
Gruppi italiani	954.956	84,4	698.779	83,0	772.306	81,3	792.698	78,7

	2011		2012		2013		Variazione 2012/13	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	ΔCtvl.	Δ%
Gestione collettiva	461.456	100	524.558	100	601.493	100	76.935	14,7
Gruppi esteri	123.164	26,7	144.880	27,6	176.886	29,4	32.006	22,1
Gruppi italiani	338.292	73,3	379.678	72,4	424.607	70,6	44.929	11,8
Gestione di portafoglio	476.113	100	669.609	100	730.943	100	61.334	9,2
Gruppi esteri	90.519	19,0	89.401	13,4	102.788	14,1	13.387	15,0
Gruppi italiani	385.594	81,0	580.208	86,6	628.155	85,9	47.947	8,3
Totale	937.678	100	1.194.167	100	1.332.436	100	138.269	11,6
Gruppi esteri	214.004	22,8	234.281	19,6	279.673	21,0	45.392	19,4
Gruppi italiani	723.674	77,2	959.886	80,4	1.052.762	79,0	92.876	9,7

Per quanto attiene alla sola gestione collettiva, nell'arco del medesimo periodo di tempo, la quota di mercato media riconducibile ai gruppi di diritto estero è risultata pari al 24%. Dopo il drastico calo del 2008, che si è concretizzato in massicce strategie di disinvestimento in conseguenza della crisi finanziaria, si è avviato un trend di crescita che

ha portato l'ammontare di AUM riconducibile a soggetti esteri a fine 2013 al di sopra dello stock di fine 2007, con una crescita negli ultimi quattro anni di circa l'83%, da 96 a 177 miliardi di euro.

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 sei anni, descrittivi degli stock di patrimonio gestito di fine periodo, tra il 2007 e il 2013.

Con riferimento alla gestione collettiva, pur a fronte di un calo degli AUM tra il 2007 e il 2013 di circa 47 miliardi di euro, è necessario osservare che nel corso dell'ultimo anno lo stock è aumentato di circa 77 miliardi di euro (+14,7%). Nell'intero arco temporale osservato, inoltre, lo stock di AUM gestito da gruppi esteri è cresciuto significativamente (+31%), attestandosi a circa 177 miliardi di euro. Il contributo più significativo è relativo ai fondi aperti: a fine 2013, in tale comparto i gruppi esteri detenevano il 31% del totale di mercato censito da Assogestioni.

Nel corso del 2013 la raccolta netta dei soggetti esteri è stata pari a 1,2 miliardi di euro, che hanno così contribuito al 21% della raccolta netta di sistema nell'ambito della gestione collettiva (pari a 5,9 miliardi di euro).

Tab. 2 – Evoluzione della gestione collettiva (fondi aperti e chiusi): controvalore e quote di gruppi esteri ed italiani sul patrimonio gestito (2007/13, valori in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni

	2007		2008		2009		2010	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Fondi aperti	616.362	100	398.369	100	438.179	100	460.442	100
Gruppi esteri	130.440	21,2	76.319	19,2	91.626	20,9	116.183	25,2
Gruppi italiani	485.922	78,8	322.050	80,8	346.553	79,1	344.259	74,8
Fondi chiusi	32.260	100	35.766	100	38.359	100	40.891	100
Gruppi esteri	4.860	15,1	5.824	16,3	5.199	13,6	5.665	13,9
Gruppi italiani	27.400	84,9	29.942	83,7	33.160	86,4	35.226	86,1
Gestione coll. al 31/12	648.622		434.135		476.538		501.333	

	2011		2012		2013		Variazione 2012/13	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	ΔCtvl.	Δ%
Fondi aperti	418.950	100	481.552	100	558.293	100	76.741	15,9
Gruppi esteri	116.897	28,0	138.693	28,8	170.705	30,6	32.012	23,1
Gruppi italiani	302.053	72,0	342.859	71,2	387.589	69,4	44.730	13,0
Fondi chiusi	42.506	100	43.006	100	43.199	100	193	0,4
Gruppi esteri	6.267	14,8	6.187	14,4	6.181	14,3	-6	-0,1
Gruppi italiani	36.239	85,2	36.819	85,6	37.019	85,7	200	0,5
Gestione coll. al 31/12	461.456		524.558		601.493		76.935	14,7

Nell'ambito delle gestioni di portafoglio, si rileva come, a fronte di un patrimonio gestito cresciuto nell'ultimo triennio del 53,5%, lo stock degli AUM gestiti da gruppi esteri è cresciuto solo del 14%, con andamenti differenti nelle diverse tipologie di prodotto. Il posizionamento degli operatori esteri è aumentato nella gestione di patrimoni previdenziali (+ 12,3 miliardi di euro tra fine 2011 e fine 2013, assorbendo così il 51% della crescita del comparto) e nelle GPM (+ 2,5 miliardi di euro tra fine 2011 e fine 2013, +32%).

Tab. 3 – Evoluzione della gestione di portafoglio per tipologia di prodotto: quote di gruppi esteri ed italiani (2007/13, valori del patrimonio gestito a fine anno, in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni

	2007		2008		2009		2010	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
GPF retail	92.008	100	36.532	100	33.568	100	35.901	100
Gruppi esteri	5.286	5,7	1.615	4,4	1.549	4,6	1.291	3,6
Gruppi italiani	86.722	94,3	34.917	95,6	32.019	95,4	34.610	96,4
GPM retail	82.327	100	72.249	100	78.129	100	85.313	100
Gruppi esteri	6.356	7,7	6.428	8,9	11.066	14,2	8.958	10,5
Gruppi italiani	75.972	92,3	65.821	91,1	67.063	85,8	76.355	89,5
Gestioni di patr. previd.	20.519	100	26.426	100	30.013	100	32.853	100
Gruppi esteri	2.343	11,4	7.286	27,6	8.208	27,3	10.722	32,6
Gruppi italiani	18.176	88,6	19.140	72,4	21.805	72,7	22.131	67,4
Gestioni di prod. assic.	212.068	100	202.036	100	258.618	100	281.628	100
Gruppi esteri	20.165	9,5	37.050	18,3	55.919	21,6	64.051	22,7
Gruppi italiani	191.903	90,5	164.986	81,7	202.699	78,4	217.577	77,3
Altre gestioni	75.508	100	70.123	100	72.858	100	69.759	100
Gruppi esteri	6.646	8,8	8.201	11,7	9.309	12,8	7.890	11,3
Gruppi italiani	68.862	91,2	61.922	88,3	63.549	87,2	61.869	88,7
Gestione di portaf. al 31/12	482.430		407.366		473.186		505.454	

	2011		2012		2013		Variazione 2012/13	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	ΔCtvl.	Δ%
GPF retail	28.798	100	24.160	100	23.156	100	-1.004	-4,2
Gruppi esteri	1.107	3,8	996	4,1	1.042	4,5	46	4,6
Gruppi italiani	27.691	96,2	23.164	95,9	22.114	95,5	-1.050	-4,5
GPM retail	71.601	100	68.654	100	75.116	100	6.462	9,4
Gruppi esteri	8.034	11,2	8.713	12,7	10.570	14,1	1.857	21,3
Gruppi italiani	63.567	88,8	59.941	87,3	64.545	85,9	4.605	7,7
Gestioni di patr. previd.	38.297	100	48.646	100	62.547	100	13.901	28,6
Gruppi esteri	13.174	34,4	16.203	33,3	25.085	40,1	8.882	54,8
Gruppi italiani	25.123	65,6	32.443	66,7	37.462	59,9	5.019	15,5
Gestioni di prod. assic.	267.762	100	466.184	100	499.058	100	32.873	7,1
Gruppi esteri	60.972	22,8	56.348	12,1	58.161	11,7	1.812	3,2
Gruppi italiani	206.790	77,2	409.836	87,9	440.897	88,3	31.061	7,6
Altre gestioni	69.651	100	61.966	100	71.067	100	9.101	14,7
Gruppi esteri	7.231	10,4	7.141	11,5	7.930	11,2	789	11,0
Gruppi italiani	62.420	89,6	54.825	88,5	63.137	88,8	8.312	15,2
Gestione di portaf. al 31/12	476.109		669.610		730.943		61.333	9,2

Nel 2013 la raccolta netta dei soggetti esteri riferita alla gestione di portafoglio è stata di poco negativa (– 25 milioni), peraltro come effetto “algebrico” di flussi – a livello di singolo prodotto – molto differenziati: in particolare, la raccolta netta è stata positiva nelle GPM *retail* e nella gestione dei prodotti assicurativi; viceversa, i soggetti esteri hanno registrato deflussi netti nei fondi pensione negoziali. Tuttavia, il saldo di raccolta netta negativa è stato ben più contenuto di quanto registrato dagli intermediari di diritto italiano (– 993 milioni di euro).

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

Il mercato del risparmio gestito è piuttosto concentrato con riferimento alle prime 3 posizioni della classifica dei gruppi per patrimonio gestito (tab. 4). I primi tre gruppi sono tutti di diritto italiano. A fine 2013 presso di essi si trova circa il 53% del patrimonio gestito, con riferimento allo stock complessivo allocato nella gestione collettiva e di portafoglio. Rispetto alla quota di fine 2012, tale indice di concentrazione si è ridotto di circa 2 punti percentuali.

Come evidenziato nella tab. 4, nella *top ten* sono presenti 3 gruppi di diritto estero, la cui quota di mercato è pari al 7,1% (a fine 2012 era presente lo stesso numero di gruppi esteri, con una quota di mercato pari al 7,3% del totale del patrimonio gestito). Essi gestiscono complessivamente 210 fondi, ovvero poco più del 5% del totale fondi censiti da Assogestioni.

Tab. 4 – Classifica dei gruppi per patrimonio gestito al 31/12/2013 (gestione collettiva e di portafoglio, valori monetari in milioni di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni

#	Denominazione gruppi	Patrimonio gestito	%	Numero di fondi	%
1	Gruppo Generali	356.897	26,8	150	3,6
2	Gruppo Intesa Sanpaolo	249.709	18,7	446	10,8
3	Pioneer Investments - Gruppo UniCredit	105.937	8,0	252	6,1
4	AM Holding	46.499	3,5	161	3,9
5	Gruppo Mediolanum	46.105	3,5	71	1,7
6	Poste Italiane	42.668	3,2	21	0,5
7	Allianz	39.414	3,0	55	1,3
8	Gruppo Ubi Banca	31.294	2,3	63	1,5
9	Franklin Templeton Investments	28.910	2,2	81	2,0
10	AXA	25.973	1,9	74	1,8
11	Amundi Group	25.683	1,9	265	6,4
12	Gruppo BNP Paribas	25.361	1,9	239	5,8
13	Gruppo Banco Popolare	24.729	1,9	52	1,3
14	Gruppo Azimut	23.088	1,7	107	2,6
15	Arca	20.992	1,6	46	1,1
	<i>Altri gruppi di diritto italiano</i>	<i>104.845</i>	<i>7,9</i>	<i>405</i>	<i>9,8</i>
	<i>Altri gruppi di diritto estero</i>	<i>134.332</i>	<i>10,1</i>	<i>1.630</i>	<i>39,6</i>
	Totale	1.332.436	100	4.118	100
	Composizione top ten				
	Gruppi di diritto italiano	879.108	66,0	1.164	28,3
	Gruppi di diritto estero	94.297	7,1	210	5,1

Con l'esclusione dei due *player* esteri che si trovano in undicesima e dodicesima posizione, gli altri 20 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 al 10,1% del patrimonio gestito (circa 134 miliardi di euro) e al 40% del numero complessivo di fondi gestiti (1.630). 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 82 milioni di euro, ben inferiore alla dimensione media per fondo calcolata con riferimento all'intero mercato (324 milioni di euro).

6.3 Il posizionamento degli intermediari esteri nel comparto dei fondi pensione

Nel periodo oggetto di indagine, la crescita dell'intero comparto – fondi aperti e negoziali – è stata rilevante: il patrimonio gestito è più che raddoppiato, da 18,4 a 37,8 miliardi di euro. All'interno di tale processo di crescita, senza dubbio fortemente esogeno per effetto della sempre maggiore diffusione di tali fondi nelle *asset class* finanziarie delle famiglie italiane, la quota intermediata da gruppi di diritto estero è aumentata – in valore assoluto – da 1,7 a 13,8 miliardi di euro da fine 2007 a fine 2013 (tab. 5). La penetrazione di tali soggetti è altresì aumentata in termini di quote di mercato, rappresentando a fine 2013 circa il 37% del patrimonio totale, con una crescita di 1 punto percentuale rispetto ai dati dell'anno precedente.

Tab. 5 – Evoluzione del patrimonio gestito (fondi pensione aperti e negoziali): quote di gruppi esteri ed italiani (2009/13, valori di fine anno, in milioni di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assogestioni

	2007		2008		2009		2010	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Fondi pensione aperti	3.687	100	4.856	100	5.629	100	6.468	100
Gruppi di diritto estero	270	7,3	342	7,0	516	9,2	767	11,9
Gruppi di diritto italiano	3.417	92,7	4.514	93,0	5.112	90,8	5.702	88,1
Fondi pensione negoziali	9.057	100	9.987	100	12.809	100	14.349	100
Gruppi di diritto estero	1.415	15,6	3.196	32,0	4.928	38,5	5.699	39,7
Gruppi di diritto italiano	7.642	84,4	6.791	68,0	7.881	61,5	8.650	60,3
Tot. patrimonio gestito al 31/12	12.744		14.844		18.438		20.817	

	2011		2012		2013		Variazione 2012/13	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	ΔCtvl.	Δ%
Fondi pensione aperti	8.184	100	9.672	100	12.205	100	2.533	26,2
Gruppi di diritto estero	887	10,8	1.135	11,7	1.349	11,1	214	18,9
Gruppi di diritto italiano	7.297	89,2	8.537	88,3	10.856	88,9	2.319	27,2
Fondi pensione negoziali	16.473	100	21.412	100	25.618	100	4.206	19,6
Gruppi di diritto estero	6.756	41,0	10.149	47,4	12.515	48,9	2.366	23,3
Gruppi di diritto italiano	9.717	59,0	11.263	52,6	13.103	51,1	1.840	16,3
Tot. patrimonio gestito al 31/12	24.657		31.084		37.824		6.740	21,7

La quota è particolarmente rilevante nel comparto dei fondi negoziali, ove si attesta a poco meno della metà della dimensione del mercato (48,9%), 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.

Con riferimento ai soli fondi pensione aperti, i dati dell'ultimo Bollettino MEFOP² evidenziano la presenza di 9 gruppi di diritto estero, che, a fine 2013, gestivano complessivamente 12 fondi, circa 154.000 iscritti (16% del totale) e un totale di attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) pari a circa 1,6 miliardi di euro (14,5% del totale).

6.4 Alcune considerazioni di sintesi

Secondo quanto riportato in una nota del direttore Ufficio Studi Assogestioni, Alessandro Rota “il 2013 è stato un anno record per il risparmio gestito. Dopo un lungo periodo di difficoltà, il settore ha messo a segno un’eccezionale raccolta di nuovo risparmio e ha beneficiato di un andamento positivo dei mercati, che hanno portato il patrimonio a crescere fino a un livello mai toccato prima. Inoltre il mercato sta cambiando profondamente, grazie anche allo sviluppo di nuove soluzioni d’investimento e alla crescita del risparmio istituzionale. In un contesto europeo sempre più armonizzato e in rapida evoluzione, il risparmio gestito italiano ha oggi l’occasione di riaffermare la propria importanza per lo sviluppo economico del Paese”³.

Alla fine del 2013 le dimensioni del mercato italiano dei prodotti di risparmio gestito superano i 1.330 miliardi di euro, pari a più di un terzo delle attività finanziarie delle famiglie e all’85% del PIL. La ripartizione per tipologia di prodotto vede la prevalenza dei servizi di gestione di portafoglio su base discrezionale (mandati conferiti da clienti istituzionali e *retail*, rispettivamente il 48% e il 7% del totale), seguiti dai prodotti di gestione collettiva (fondi comuni aperti e chiusi, rispettivamente il 42% e il 3% del totale).

La crescita del patrimonio gestito nel corso dell’ultimo anno (circa 135 miliardi, +11%) è stata resa possibile sia grazie a flussi di raccolta netta di nuovo risparmio, sia ad un importante effetto mercato, beneficiando della ripresa dei corsi azionari e dei mercati finanziari. Il flusso di nuovo risparmio del 2013 ha così consentito di più che

² MEFOP, “*Bollettino Statistico*”, n° 51, marzo 2014. MEFOP S.p.A. (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.

³ Assogestioni, “*Fact Book. Il mercato del risparmio gestito nel 2013*”, marzo 2014.

compensare i deflussi molto rilevanti che si erano registrati nel biennio precedente.

In considerazione del ruolo centrale svolto dagli intermediari bancari nella distribuzione di tali prodotti finanziari, la ripresa del comparto del risparmio gestito in Italia può anche essere spiegata come effetto indiretto degli interventi di carattere straordinario decisi dalla BCE per contrastare la crisi di liquidità nell'Eurosistema, in conseguenza della crisi del debito sovrano. Il grande ammontare di liquidità messa a disposizione dalla BCE e altri interventi di strumenti di politica monetaria hanno progressivamente contribuito ad allentare la pressione sulla raccolta diretta – sia sull'interbancario, sia presso la clientela *retail* (depositi e obbligazioni) –, consentendo a quella indiretta di riguadagnare terreno.

Ovviamente, nonostante il recupero registrato dai mercati azionari, prevale ancora la cautela e la ricerca delle combinazioni più efficienti di rendimento/rischio.

Gli operatori pongono grande attenzione all'innovazione e alla competitività, anche alla luce delle novità offerte dalla regolamentazione. A titolo di esempio, il recepimento della Direttiva UCITS IV consente ad operatori stranieri di operare in un altro Paese comunitario anche senza la necessità di stabilirsi, né dover acquisire una SGR di diritto italiano o collocare solo fondi di diritto estero. Da un lato, questa opportunità, ampliando la gamma di soluzioni operative, organizzative e distributive a disposizione dei soggetti esteri, potrà favorire una ulteriore quota della raccolta e del patrimonio gestito da questi intermediari.

Dall'altro, tuttavia, è auspicabile – come già in parte avvenuto – che la riduzione di tali barriere all'entrata non solo renda i gestori italiani più “internazionalizzati”, favorendone l'espansione in altri mercati europei, ma soprattutto favorisca la “costituzione” di fondi domestici più efficiente, agendo soprattutto sulla filiera distributiva. Ad esempio il nuovo modello europeo di fondi *master-feeder*, per il tramite di una gestione accentrata e il conseguimento di economie di scala, potranno aumentare l'efficienza dell'industria europea del risparmio gestito.

CAPITOLO 7. RACCOLTA E IMPIEGHI DELLE BANCHE ESTERE IN ITALIA

7.1 L'andamento delle principali voci dei bilanci degli operatori esteri nel 2013¹

Pur con accenni di ripresa, il contesto economico italiano rimane incerto. In particolare, nonostante i primi segnali di stabilizzazione dell'occupazione, le condizioni del mercato del lavoro restano difficili. Prosegue la contrazione dei prestiti alle imprese e alle famiglie. In questo contesto, la dinamica dei prestiti risente della bassa domanda per investimenti e, dal lato dell'offerta, dell'elevato rischio di credito e della pressione della recessione sui bilanci delle banche².

7.1.1 Attività: finanziamenti

Nel corso del 2013, i prestiti delle banche alla clientela si sono ridotti del 9%, del 7% per le filiali di banche estere. Nonostante un certo rinnovato interesse per l'Italia da parte di investitori esteri anche per effetto della crisi di diversi Paesi emergenti, prevale ancora il dato delle incerte condizioni macroeconomiche e il calo della domanda. Il peso del "mondo estero" (filiali e filiazioni) sui finanziamenti è complessivamente analogo agli anni passati. Il tasso di inserimento è però molto differente a seconda della forma tecnica (cfr. tab. 1).

Dai dati emerge come, in alcuni comparti, la presenza di banche estere sia predominante; tuttavia nei due segmenti principali (mutui e conti correnti) che rappresentano oltre due terzi dell'aggregato dei finanziamenti, il peso delle banche estere si mantiene al di sotto della media.

¹ Il paragrafo è stato curato da Lorenzo Esposito e Valentina Riviera, Divisione Supervisione Banche, Sede di Milano della Banca d'Italia. Le opinioni espresse dagli Autori sono personali e non impegnano l'Istituto di appartenenza.

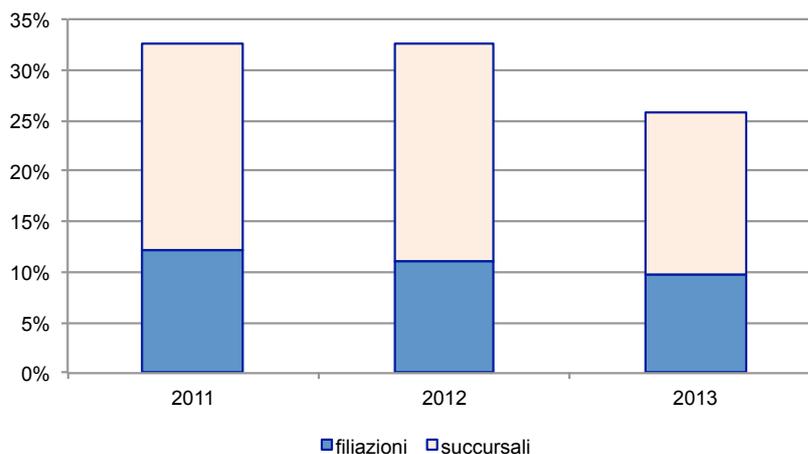
² Cfr. Banca d'Italia, "Bollettino Economico", n° 1/2014, gennaio.

Tab. 1 – Quota di mercato dei prestiti del “mondo estero” per tipologia di finanziamento (2011/13, valori in %) – Fonte: Banca d’Italia, Segnalazioni di Vigilanza

	2011	2012	2013
Anticipi su effetti e altri titoli	8,82	9,05	8,87
Conti correnti	4,52	7,55	4,36
Mutui	12,71	12,38	12,73
Carte di credito	75,21	74,66	74,85
Prestiti per cessione stipendio	36,91	47,88	42,20
Prestiti personali	48,79	49,33	50,39
Operazioni di factoring	37,55	32,41	22,73
Leasing finanziario	56,55	50,54	47,49
Pronti contro termine attivi	8,56	7,02	1,39
Altri finanziamenti	20,72	20,71	22,92
Peso medio su tutti i finanziamenti	14,97	14,59	14,39

Considerata la rilevanza che gli operatori esteri hanno nel finanziamento alle grandi aziende, si è provveduto a calcolare separatamente la quota di mercato detenuta nei prestiti sindacati sulle sole *booking entity* italiane (fig. 1). Come si vede il peso si mantiene cospicuo, soprattutto per le succursali estere, molte delle quali fortemente specializzate nell’*investment banking*.

Fig. 1 – Quote di mercato dei prestiti sindacati detenuti nei bilanci delle banche estere (valori in %) – Fonte Banca d’Italia, Segnalazioni di Vigilanza

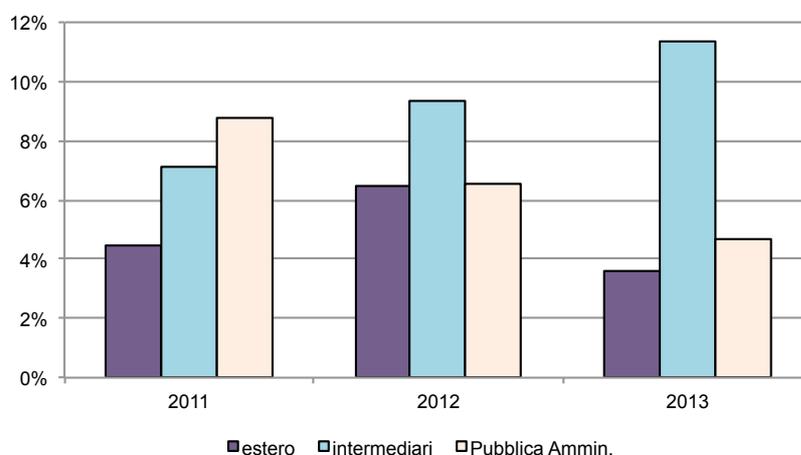


7.1.2 Attività: titoli

Come per l'anno precedente, la dinamica delle attività finanziarie nel 2013 ha continuato a divaricarsi tra succursali estere e operatori di diritto italiano, comprese le filiazioni: in due anni, i titoli nei bilanci del sistema bancario italiano sono aumentati di oltre il 12% (+8% le filiazioni), mentre per le succursali di banche estere si sono ridotti del 20%. Tale andamento divergente ha ridotto nel biennio il peso dei titoli presso le branch sul totale degli operatori in Italia dal 7,2 al 6,2%³.

In tale contesto, è anche mutata la composizione delle attività finanziarie detenute dal "mondo estero", con un calo della controparte pubblica ed estera e un aumento dei titoli degli intermediari. In particolare, la quota dei titoli della Pubblica Amministrazione si è ridotta in due anni dal 9% a meno del 5%, quella dei titoli di intermediari è cresciuta dal 7 all'11% (fig. 2).

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



³ 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.

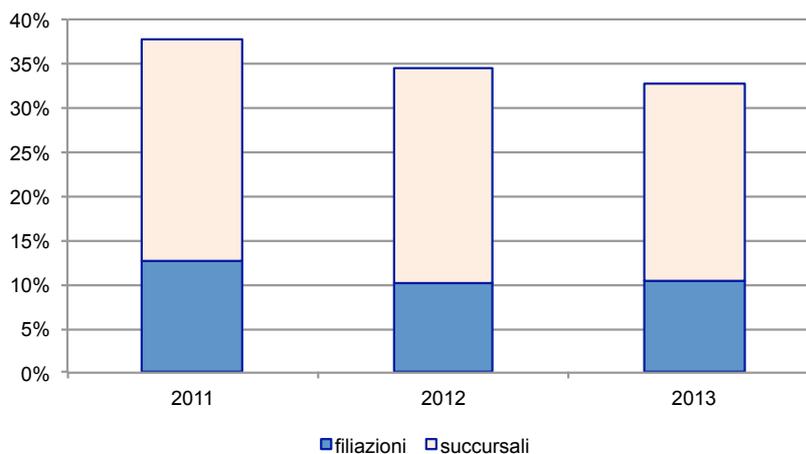
7.1.3 Passività: depositi

Dal lato del passivo, la quota di mercato delle banche estere si è ridotta, pur registrando una dinamica positiva in valori assoluti, per la crescita ancor più forte registrata dalla raccolta del sistema bancario nel suo complesso. A fine 2013, la quota dei depositi della clientela delle banche estere si ragguagliava al 10,3% (13,6% a fine 2011) ed era detenuta maggioritariamente dalle filiazioni. L'incidenza delle succursali si mantiene attorno al 30%.

7.1.4 Passività: debiti verso banche

Il ricorso al finanziamento interbancario si è ridotto nel corso dell'ultimo biennio. Complessivamente, le banche estere hanno avuto un calo dei debiti verso le banche del 6%, più che triplo rispetto alla variazione del sistema bancario (-1,7%). Ciò anche per effetto dell'aumento del ricorso al canale del finanziamento della BCE, in cui le banche estere hanno una quota attorno al 14%. Nel complesso, il peso delle banche estere sul comparto permane comunque importante (fig. 3).

Fig. 3 – Quota di mercato dei debiti verso banche detenuti dalle banche estere (valori in %) – Fonte Banca d'Italia, Segnalazioni di Vigilanza



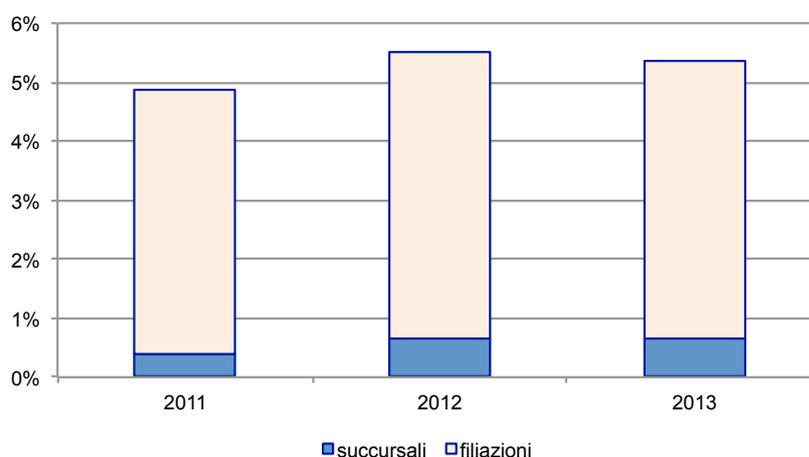
7.1.5 Passività: raccolta di mercato

Anche nel 2013, per il sistema bancario nel suo complesso, la raccolta di mercato è in calo (-9%, -19% si due anni). La quota delle banche

estere è stabile (5,4%, dal 5,5% sul 2012), con una composizione tra succursali e filiazioni sostanzialmente immutata, dove queste ultime continuano a contare per gran parte di tale forma di passivo (fig. 4). Per entrambi gli operatori, l'aggregato risulta fortemente concentrato⁴.

L'analisi congiunta delle attività e delle passività delle banche estere conferma la strategia di tali operatori volta a ridurre il *funding gap*; peraltro, tale disegno risponde alle prospettive del quadro regolamentare della Casa Madre e a livello internazionale più che a turbolenze di mercato come nei primi anni della crisi.

Fig. 4 – Quota della raccolta di mercato delle banche estere (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

Alla fine del 2013 la posizione patrimoniale netta sull'estero dell'Italia risultava debitoria per 465,7 miliardi (29,9% del PIL), da 443,1 nell'anno precedente⁵. La variazione, peraltro, è interamente spiegata con gli aggiustamenti di valutazione (-47,3 miliardi) che sono

⁴ Si osservi, peraltro, che le succursali che effettuano tale forma di raccolta sono state, negli ultimi anni, cinque/sei.

⁵ Banca d'Italia, "Relazione Annuale sul 2013", Roma, 30 maggio 2014, pagg. 146-147.

andati a più che compensare i flussi positivi (+24,7) relativi alle transazioni effettuate in corso d'anno.

Dal lato delle passività, l'aumento del valore dei titoli pubblici italiani detenuti da operatori non residenti, legato alla riduzione del rischio sovrano, ha determinato un incremento della posizione debitoria di circa 10,5 miliardi, per effetto della contabilizzazione dei titoli al valore di mercato. Nella stessa direzione – e di importo ancora più elevato (28,3) – è andata la revisione delle passività riferite al valore dei titoli emessi da imprese e banche italiane, in conseguenza del rialzo dei corsi azionari ed obbligazionari.

Analizzando il “conto finanziario” della bilancia dei pagamenti, inoltre, si rileva come nel 2013 il saldo degli investimenti di portafoglio abbia registrato afflussi netti per 14,6 miliardi: gli acquisti di titoli italiani da parte dei non residenti (35,2 miliardi, il valore più elevato dal 2009) hanno più che compensato la sottoscrizione di titoli esteri da parte di soggetti residenti. I dati di sistema confermano quindi il ritorno delle sottoscrizioni dall'estero di titoli italiani, sia emissioni di azioni (13 miliardi), sia titoli di debito governativi (13,5 miliardi) e privati (8,7 miliardi)⁶. La tendenza, soprattutto con riferimento ai titoli di Stato, è proseguita nei primi tre mesi del 2014, in cui gli investitori esteri ne hanno acquistato circa 32 miliardi.

Dopo aver tratteggiato alcuni dati di sistema, si analizzano di seguito alcune informazioni di bilancio, estratte dai conti consolidati di alcune delle principali banche estere attive nel nostro Paese, con riferimento alla complessiva esposizione verso il “sistema Italia”⁷.

A giugno 2012, in sede di stesura del Rapporto AIBE sull'attività delle banche estere in Italia nel 2011, avevamo riscontrato un significativo calo delle esposizioni dei principali gruppi bancari esteri verso il nostro Paese, in conseguenza delle tensioni sul debito pubblico

⁶ Solo a titolo di esempio, uno degli ultimi collocamenti è stata l'emissione obbligazionaria di Poste Vita di maggio 2014, per complessivi 750 milioni di euro. La domanda è stata superiore a 3 miliardi di euro, ovvero più di 4 volte il target ed ha riscosso il forte interesse degli investitori esteri, che hanno sottoscritto circa il 56% del totale. Analogo successo, fra gli altri, hanno avuto il *bond* a 10 anni di Luxottica di febbraio 2014 (500 milioni, sottoscritti per l'80% da investitori esteri) e il *bond* di Sias SpA, sempre di febbraio 2014. Anche in questo caso i 500 milioni collocati sono stati sottoscritti per una quota superiore all'80% da investitori esteri.

⁷ La verifica empirica è stata condotta sui bilanci consolidati e l'informativa societaria disponibile per BNP Paribas, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Santander e Société Générale.

dei Paesi dell'Area Euro (Grecia, Portogallo, Spagna e Italia in particolare).

L'anno scorso, invece, sulla base dei dati 2012 si rilevava – ancorché in un contesto dominato dalla prudenza delle valutazioni – un ritorno degli investimenti dall'estero (da maggio a dicembre 2012 il saldo complessivo tra acquisti e vendite di titoli del debito pubblico era stato pari a circa +8 miliardi di euro) e i principali gruppi bancari esteri avevano incrementato l'esposizione verso il nostro Paese (rischio sovrano), pur restando al di sotto delle posizioni ante-crisi. L'aggiustamento delle posizioni rifletteva, quindi, un costante ed attento monitoraggio delle condizioni di mercato.

Sulla base dei dati raccolti (tabb. 1 e 2), emergono alcune considerazioni di rilievo. Anzitutto, nel corso dell'anno, le strategie degli intermediari analizzati non state univoche.

Per Deutsche Bank l'esposizione verso l'Italia rappresenta circa il 45% dell'esposizione verso i Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), dato che differisce di qualche decimo di punto percentuale se consideriamo separatamente le esposizioni sul rischio sovrano o sul cd. *non-sovereign risk*. Nel corso del 2013 il gruppo tedesco ha ridotto l'esposizione complessiva verso il nostro Paese di circa 2,6 miliardi.

BNP Paribas e Crédit Agricole hanno ridotto l'esposizione di circa, rispettivamente, 3,5 e 3,8 miliardi di euro, ritoccando tuttavia in modo diverso gli stock degli aggregati che la compongono. In particolare, Crédit Agricole è stata l'unica – oltre a Santander – ad aumentare l'esposizione sul rischio sovrano del nostro Paese.

La variazione dell'esposizione verso controparti *retail* è stata positiva per BNP Paribas e Société Générale e negativa (per 3,5 miliardi di euro) per Crédit Agricole e Deutsche Bank.

L'esposizione al rischio sovrano Italia di Santander, infine, è abbastanza modesta rispetto alle complessive *sovereign exposures* a livello mondiale del gruppo (circa 1,6%), ma va peraltro precisato che la quota prevalente delle *sovereign exposures* è nei confronti del debito spagnolo (sebbene in calo di 7,2 miliardi di euro nel 2013), sul quale si concentra circa il 45% dell'esposizione di Santander verso controparti sovrane.

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 informativa societaria

Gruppi bancari	31-dic-12	31-dic-13
BNP Paribas	18.353	17.254
Crédit Agricole	4.105	4.859
Credit Suisse	600	400
Deutsche Bank	2.969	1.374
Santander	4	1.386
Société Générale	1.582	1.285

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 informativa societaria

Gruppi bancari	31-dic-12	31-dic-13
BNP Paribas	128.336	125.048
<i>di cui: imprese</i>	<i>65.500</i>	<i>63.582</i>
<i>di cui: retail</i>	<i>51.595</i>	<i>52.164</i>
Crédit Agricole	61.923	57.365
<i>di cui: imprese</i>	<i>19.450</i>	<i>17.658</i>
<i>di cui: retail</i>	<i>40.669</i>	<i>37.904</i>
Credit Suisse	2.200	1.500
Deutsche Bank	17.614	16.595
<i>di cui: imprese</i>	<i>6.653</i>	<i>6.529</i>
<i>di cui: retail</i>	<i>7.749</i>	<i>6.994</i>
Santander	7.897	7.235
Société Générale	14.991	14.008
<i>di cui: imprese</i>	<i>8.206</i>	<i>7.745</i>
<i>di cui: retail</i>	<i>4.719</i>	<i>4.982</i>

7.3 Raccolta e impieghi sul mercato domestico nel comparto retail

Secondo le rilevazioni riportate nell'Annuario AIBE del 2013, le banche associate che operano nel comparto *retail* sono 14: rispetto all'indagine condotta l'anno precedente il dato è rimasto invariato. Solo per due di questi intermediari tale comparto è l'unica area di operatività nel nostro Paese. Negli altri casi l'offerta è completata con

prodotti/servizi nell'ambito del *Corporate & Investment Banking* e nella gestione di patrimoni.

Sette associate offrono prodotti di raccolta e servizi di pagamento attraverso la banca tradizionale e, congiuntamente, tramite la banca *on line*; sei banche invece operano esclusivamente mediante il canale tradizionale; una solo tramite il canale *on line*.

L'offerta di prodotti/servizi riguarda – per lo più – la gestione del conto corrente ad operatività completa, i servizi di pagamento (fra cui carte di credito e di debito) e forme di finanziamento al dettaglio, quali i mutui ipotecari ed il credito al consumo. Meno diffusi sono i casi in cui il conto corrente è solo di supporto alla gestione dei finanziamenti erogati.

Le strategie di ingresso in Italia di tali gruppi sono differenziate e oggi permangono soluzioni organizzative e di presenza sul territorio piuttosto articolate ed integrate fra loro, al fine di servire con una molteplicità di prodotti e servizi finanziari diversi segmenti di clientela. In tale posizionamento, il comparto retail ha visto crescere negli anni più recenti le risorse e le strutture dedicate.

Nella successiva tab. 3 si riporta una sintesi di alcuni dati di bilancio ed informazioni strutturali delle principali banche estere attive nel comparto *retail* in Italia.

Nel complesso, a fine 2013, filiali e filiazioni dei cinque gruppi bancari analizzati registravano un totale attivo di circa 189 miliardi, in lieve crescita rispetto allo stock dell'anno precedente. Di questi, circa i due terzi (124 miliardi) erano costituiti da varie forme tecniche di crediti verso alla clientela. All'interno di quest'ultimo aggregato, si rileva come i mutui costituiscano la quota maggioritaria (72 miliardi).

Sul fronte della raccolta, quella diretta da clientela è stimata in circa 95 miliardi (dati disponibili per 3 banche): di questi la quota maggioritaria, pari a circa 68 miliardi di euro, è rappresentata da debiti verso clientela sotto forma di giacenze in c/c e depositi liberi.

Alla luce dei risultati sull'esercizio 2013, emerge che numerosi operatori esteri attivi nel comparto *retail* stanno rivedendo le loro strategie sull'Italia, spesso in relazione ad un più ampio contesto di ristrutturazione che coinvolge il loro posizionamento in una pluralità di linee di *business* ed in diversi Paesi europei.

Alcuni esempi recenti sono stati portati all'attenzione anche dalla stampa specializzata e meritano, in questa sede, una breve menzione. Un tratto comune che si ritrova in molti casi è la grande attenzione al

posizionamento di tali grandi *player* internazionali – attivi in alcuni casi in 80-100 Paesi nel mondo – nel mercato degli impieghi e della raccolta *retail* in Italia.

Ad esempio, il gruppo olandese ING, al termine della sua fase di riorganizzazione vede nell'Italia, uno dei Paesi con le maggiori opportunità per crescere. La progressiva diversificazione nei prodotti/servizi offerti alla clientela italiana si potrebbe completare a breve (entro la fine del prossimo anno), nelle intenzioni del vertice del gruppo, con l'offerta di prodotti di finanziamento specifico alle PMI.

Il gruppo Cariparma Crédit Agricole intende proseguire il disegno complessivo di razionalizzazione delle strutture e di revisione del modello di servizio, per renderlo meno costoso e più vicino alle esigenze della clientela, consolidando ulteriormente il modello di “banca di prossimità” e i legami con il territorio. Il contenimento dei costi operativi, l'efficienza nella gestione delle risorse umane e tecnologiche e il rafforzamento dei *ratio* patrimoniali saranno i principali *driver* attorno ai quali orientare l'attività ai fini di una ripresa dei margini di redditività.

Anche BNP Paribas ha avviato una riorganizzazione della rete, incentrata sul potenziamento della multicanalità e la chiusura di alcune agenzie, nonché sulla revisione del portafoglio *corporate* e sull'accentramento delle attività di *back office*. Secondo le intenzioni del gruppo, l'Italia potrebbe essere “apripista” (con la costituzione della *newco* prevista dal cd. “Piano Italia”) di un progetto più ampio che coinvolgerà anche gli altri Paesi in cui opera il gruppo francese.

Di altra natura è la scelta di Barclays, pronta a lanciare una “*bad bank*” al cui interno far confluire le attività poco performanti o ritenute non più strategiche. In tale veicolo potrebbero essere incluse le attività dell'*investment banking*, ma anche il *network* italiano del *retail* e quindi le filiali del gruppo britannico specializzate nell'erogazione di mutui.

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 2013, relazioni, comunicati stampa e altro materiale disponibile sui siti web degli intermediari finanziari analizzati

Filiale/Filiazione di banca estera	Principali attività svolte in Italia (comparto retail)	Modalità di presenza in Italia	Principali dati di bilancio e di struttura					
			Totale attivo	Crediti verso clientela	Raccolta da clientela	Numero di clienti	Numero di dipendenti	Reti e canali distributivi
Barclays	c/c, carte, mutui e prestiti personali, investimenti, prodotti assicurativi	filiali, negozi finanziari	nd.	nd.	nd.	oltre 800.000 (2011)	oltre 1.000	circa 110 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	75,5 mld.	63,1 mld., di cui 35,4 mld. in mutui	45,9 mld. (racc. diretta), di cui 37,5 mld. in c/c e depositi liberi	circa 3 mln. di clienti privati (Gruppo BNL)	13.718 (presso la Capogruppo BNL SpA)	circa 1.000 punti vendita
Deutsche Bank (*)	raccolta diretta, carte, credito, finanziamenti immobiliari, asset management	filiali e promotori finanziari, agenzie specializzate nel credito retail	25,9 mld.	17,5 mld., di cui 7,5 mld. per mutui retail	12,5 mld. (raccolta diretta da clientela)	nd.	3.365	358 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	64,6 mld. (attività nette)	36,4 mld., di cui 22,2 mld. per mutui	36,6 mld. (raccolta diretta), di cui 16,7 in c/c e depositi liberi	1,7 mln. di clienti	8.652	863 filiali (a fine 2013)
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 2013; (**) bilancio consolidato 2013.

7.4 Il credito specializzato

7.4.1 Il credito al consumo

Nel 2013 il mercato italiano del credito al consumo si è ulteriormente contratto. Sulla base dei dati forniti da Assofin, il calo dei flussi finanziari è stato pari a 2,6 miliardi su base annua; nell'ultimo quinquennio, invece, il mercato ha "bruciato" circa 15 miliardi rispetto alle dimensioni di fine 2008.

Il contesto di mercato è ancora fortemente dominato ancora dalle incertezze relativamente alla ripresa economica e dal calo del reddito disponibile delle famiglie.

Gli intermediari esteri costituiscono circa la metà degli operatori censiti da Assofin (dato sostanzialmente stabile nel quinquennio 2008/13). La quota di mercato da questi detenuta si è mantenuta di poco al di sopra del 50% fino al 2011, per poi iniziare a flettere nell'ultimo biennio, con una ulteriore accelerazione nell'ultimo anno. Il controvalore delle erogazioni da parte di intermediari esteri, infatti, nel 2013 è stato pari a 21,2 miliardi (-2,54 miliardi in valore assoluto, -11%): essi hanno quindi subito un calo più intenso rispetto alla dinamica delle erogazioni degli operatori domestici e all'andamento generale del mercato, il cui calo si è attestato al 5% delle erogazioni.

Tab. 4 – Numerosità degli operatori e flussi finanziari cumulati nel mercato del credito al consumo per origine dell'intermediario (2008/13, valori monetari in miliardi di euro) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assofin

	2008		2009		2010		2011		2012		2013	
	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	19	52,8
Intermediari esteri	19	52,8	20	51,3	21	51,2	19	48,7	19	48,7	17	47,2
di cui: banche estere	5	13,9	6	15,4	6	14,6	6	15,4	6	15,4	7	19,4
Totale	36	100	39	100	41	100	39	100	39	100	36	100
Flussi finanziati cumulati												
Intermediari italiani	29,69	48,9	27,05	48,8	24,63	47,0	25,09	48,5	24,34	50,6	24,23	53,3
Intermediari esteri	30,97	51,1	28,34	51,2	27,76	53,0	26,65	51,5	23,74	49,4	21,20	46,7
di cui: banche estere	4,35	7,2	4,52	8,2	3,96	7,6	4,45	8,6	4,02	8,4	4,22	9,3
Totale	60,66	100	55,39	100	52,40	100	51,74	100	48,07	100	45,43	100

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

All'interno del *cluster* degli operatori esteri, le banche estere censite da Assofin sono 7 e hanno erogato complessivamente 4,2 miliardi di crediti, pari al 20% delle erogazioni degli operatori esteri. L'incidenza delle banche estere sulla dimensione del mercato è progressivamente cresciuta dal 2008 al 2013 di circa 2 punti percentuali.

In prospettiva, come sottolineato nell'Osservatorio Assofin-CRIF-Prometeia, il percorso di recupero del mercato sarà lento e indotto dal recupero dei livelli di consumo e di potere d'acquisto delle famiglie. Alcuni vantaggi in termini di detrazioni fiscali potranno sostenere l'acquisto – e quindi il finanziamento – di alcuni prodotti per la casa, quali mobili ed elettrodomestici.

I primi dati sul 2014 (primo bimestre) segnalano un calo frazionale (0,9%) dei finanziamenti, con l'erogato a 7,34 miliardi di euro, trainato anche dal comparto auto/moto (+3,4% a 1,5 miliardi). Dal lato della domanda, inoltre, qualche segnale di fiducia si intravede nella crescita del numero di operazioni (+1,6%).

Sarà anche molto interessante valutare le risposte degli operatori di mercato, le cui politiche di offerta dovranno essere comunque impostate ad una forte attenzione ai requisiti di capitale, alla copertura delle perdite sui crediti anomali e, quindi, ad una costante capacità selettiva delle erogazioni, in un contesto di rischiosità ancora elevata.

7.4.2 Il leasing

L'aggiornamento dell'analisi del mercato del leasing e del posizionamento degli intermediari esteri in tale segmento di offerta è stato condotto sulla base dei dati diffusi da Assilea, relativi alle consistenze e alle quote di mercato per operatore a fine esercizio 2013.

Dall'analisi condotta emerge che il numero di soggetti esteri censiti da Assilea (e che hanno autorizzato la pubblicazione dei dati) è diminuito di una unità – da 27 a 26 – tra il 2012 e il 2013.

Nel 2013, la quota detenuta dagli intermediari esteri è rimasta sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente, attestandosi al 39% del totale di mercato. Alla stessa data il controvalore riconducibile all'operatività dei soggetti esteri era pari a 6,5 miliardi di euro, di cui circa 5 miliardi di euro relativo a banche estere (il 78,1% della quota di mercato relativa a soggetti esteri) e poco più di 1,4 miliardi riconducibile ad operatori specializzati.

Tab. 5 – Distribuzione del controvalore dello stipulato dei contratti di leasing sul mercato italiano e per origine degli intermediari (2006/13, valori in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assilea

	2006		2007		2008		2009	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Intermediari italiani	38,25	79,7	38,10	78,3	28,13	72,8	18,97	73,2
Intermediari esteri	9,74	20,3	10,59	21,7	10,53	27,2	6,93	26,8
- di cui: banche	7,17	14,9	7,99	16,4	8,17	21,1	5,76	22,2
Totale	47,99	100	48,69	100	38,66	100	25,90	100

	2010		2011		2012		2013	
	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%	Ctvl.	%
Intermediari italiani	20,30	74,8	17,07	69,3	10,15	61,0	9,99	60,6
Intermediari esteri	6,85	25,2	7,55	30,7	6,50	39,0	6,50	39,4
- di cui: banche	5,62	20,7	6,09	24,7	5,19	31,2	5,08	30,5
Totale	27,15	100	24,62	100	16,65	100	16,50	100

Sulla base della classifica per stipulato delle associate Assilea 2013, nella *top ten* sono presenti 5 operatori esteri: ad essi è riconducibile un controvalore sullo stipulato su base annua di circa 3,7 miliardi, ovvero il 34,2% del totale *top ten* e il 22,4% del mercato. La quota di penetrazione degli operatori esteri sale al 31% del totale mercato considerando i 10 intermediari esteri che sono presenti nella classifica delle prime 20 associate per stipulato.

Nel 2013 il contesto economico europeo è stato ancora debole. Dopo sei trimestri consecutivi di flessione, dal secondo trimestre del 2013 l'economia dell'area Euro ha iniziato una lenta fase di ripresa, trainata dalla domanda mondiale e dal graduale allentamento delle restrizioni fiscali. Nel corso dell'anno la dinamica complessiva di volumi dello stipulato leasing è stata influenzata negativamente dal persistere del calo del rapporto tra investimenti e PIL. Tuttavia qualche segnale di inversione del trend si inizia ad intravedere.

Infatti, pur in presenza di un contesto economico che ancora riflette gli effetti determinati dal protrarsi della crisi economico-finanziaria, nel corso del 2013 è cresciuto il numero dei contratti stipulati nell'anno, pari a circa 278.000, per un valore finanziato complessivamente pari a circa 16,5 miliardi di euro. Tale ripresa, si è concentrata soprattutto sul comparto del leasing strumentale (che rappresenta circa la metà dei nuovi contratti di leasing e oltre un terzo dei volumi). Nuovi impulsi alla crescita del leasing provengono inoltre dalle recenti modifiche fiscali introdotte nella Legge di Stabilità, dalle quali ci si attende un sostegno della domanda di finanziamenti soprattutto da parte delle PMI.

In particolare, con un intervento di politica fiscale e di semplificazione, la Legge di Stabilità 2014 ha reintrodotta, per i nuovi contratti di leasing finanziario stipulati dal 1° gennaio 2014, un regime fiscale più favorevole, imperniato sostanzialmente su un'anticipazione dei tempi di ammortamento fiscale degli investimenti finanziati, con la sostanziale reintroduzione per i nuovi contratti del regime fiscale in vigore fino ai primi anni del Duemila.

Sulla base di questo nuovo *framework* fiscale, gli operatori leasing si sono dichiarati pronti a finanziare nuovi investimenti produttivi, con notevoli effetti benefici per tutta l'economia reale.

Tali dichiarazioni si sono già tradotte in una visibile ripresa dello stipulato nel primo trimestre 2014: il numero di operazioni, cresciuto del 7% circa, è avvenuto con una sostanziale parità dei volumi rispetto al primo trimestre dello scorso anno.

7.4.3 Il factoring

L'aggiornamento dei dati relativi al mercato italiano del factoring è stato condotto mediante l'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 2013, 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 32 a fine 2013).

Tab. 6 – Presenza degli operatori esteri e distribuzione del turnover sul mercato italiano del factoring per origine degli intermediari (2007/13, valori monetari in miliardi di euro e in %) – Fonte: rielaborazione propria su dati Assifact

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
N° associate	35	35	34	35	36	34	32
di cui: italiane	27	27	25	27	28	26	24
di cui: estere	8	8	9	8	8	8	8
Turnover	108,8	121,6	117,2	136,8	168,9	175,3	171,6
di cui: intermediari esteri	24,8	30,1	29,3	31,4	36,4	36,9	35,6
quota % intermed. esteri	22,8	24,8	25,0	23,0	21,6	21,0	20,8

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

Il *turnover* per l'esercizio 2013 si è attestato a circa 172 miliardi di euro, in riduzione del 2% rispetto all'esercizio precedente, di cui 35,6 riconducibile all'operatività dei soggetti esteri. La quota degli intermediari esteri è rimasta stabile (20,8%), ma l'andamento negli ultimi anni lascia intravedere un tendenziale calo, rispetto ad un massimo del 25% raggiunto nell'anno 2009.

Per quanto attiene al dettaglio dell'operatività per singolo operatore, il mercato italiano del factoring è piuttosto concentrato: la *market share* dei primi tre intermediari sul *turnover* complessivo è pari al 64%. In terza posizione si colloca il primo operatore estero, con una quota individuale del 14,7% del mercato. Tale intermediario detiene oltre il 70% della quota riconducibile alle società di factoring estere.

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

Nel triennio 2011/13 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 54,8 miliardi di euro nel 2013.

Tab. 6 - Andamento dei crediti in essere sul mercato italiano del factoring per origine degli intermediari (2007/13, consistenze di fine anno, valori monetari in miliardi di euro e in %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
N° di rispondenti	31	34	33	32	35	31	30
di cui: intermediari esteri	6	8	9	8	9	7	7
Stock di crediti in essere	39,7	85,5	32,5	50,8	57,2	57,5	54,8
di cui: intermediari esteri	7,1	7,8	7,1	13,5	15,5	11,9	10,7
quota % intermed. esteri	17,9	9,1	21,8	26,6	27,1	20,7	19,6

A fine 2013 lo stock di crediti in essere riconducibile a soggetti esteri era pari a 10,7 miliardi di euro. Su base annua la variazione negativa (pari a -1,2 miliardi, -10%) è stata meno severa in termini assoluti rispetto alla contrazione di mercato (-2,7 miliardi), ma più importante in termini percentuali.

In termini di *market share*, i primi tre operatori detengono il 62% dello stock totale dei crediti in essere a fine dicembre. Il primo operatore estero occupa il terzo posto di tale *ranking*, con una quota individuale pari a circa il 14% dell'intero mercato.

Le ultime stime di Assifact indicano un rallentamento dell'attività dell'intero comparto, ma l'industria del factoring ha dimostrato di saper

reggere alla crisi meglio di altri comparti, tanto che le aspettative sul 2014 sono positive, con un tasso atteso di crescita del *turnover* attorno all'1,3%.

Come descritto dal Presidente di Assifact, *“In una fase di grave contrazione dell'economia, in cui altri settori del mercato finanziario hanno ridotto drasticamente le proprie erogazioni, il factoring ha garantito continuità nel supporto alle imprese, registrando tassi di crescita positivi fino alla fine del 2012 e mostrando un consolidamento dei volumi con un rallentamento solo nel 2013”*.

Sebbene si intravedano alcuni segnali positivi, restano sempre sotto attento monitoraggio gli effetti sulla liquidità delle imprese in conseguenza della crisi, della contrazione dei fatturati e i lunghi tempi di pagamento dei crediti commerciali da parte della Pubblica Amministrazione. Numerosi sono quindi gli operatori che stanno cercando anche soluzioni più innovative per garantire flussi di liquidità alle imprese, senza – ovviamente – incrementarne il rischio finanziario.

BIBLIOGRAFIA

- ABI, “*Annuario delle Banche e Società Finanziarie*”, anni vari
- AIBE, “*Annuario delle banche estere in Italia*”, 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, “*Banche ed operatori esteri in Italia. Il supporto all’economia del Paese nell’anno 2012*”, giugno 2013
- AIBE, “*AIBE Index. Osservatorio sull’attrattività dell’Italia presso gli investitori esteri*”, I edizione, marzo 2014
- AIFI, “*Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2013*”, Survey AIFI-PricewaterhouseCoopers, 2014
- Angelini P., Grande G. e Panetta F., “*The negative feedback loop between banks and sovereigns*”, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)*, Banca d’Italia, n° 23, gennaio 2014
- Assilea, “*Rapporto sul leasing anno 2013*”, 2014
- Assogestioni, “*Fact Book. Il mercato del risparmio gestito nel 2013*”, marzo febbraio 2014
- Assogestioni, “*Mappa del risparmio gestito – IV trimestre 2013*”, 14 febbraio 2014
- Assosim, “*Relazione annuale del Presidente all’Assemblea degli Associati. Esercizio 2011*”, Milano, 29 marzo 2012
- Assosim, “*Rapporto periodico anno 2013 sui dati di negoziazione degli associati Assosim*”, 2014
- Banca d’Italia, “*Debito estero*”, statistiche disponibili sul sito www.bancaditalia.it
- Banca d’Italia, “*Il turnover dei mercati dei cambi e derivati in Italia*”, comunicato stampa, anni vari
- Banca d’Italia, “*Rapporto sulla stabilità finanziaria*”, anni vari
- Banca d’Italia, “*Relazione Annuale*” e “*Appendice*”, Roma, maggio, anni vari
- Banca d’Italia, “*Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter*”, comunicato stampa, anni vari
- Banca d’Italia, “*Bollettino Economico*”, n° 1/2014, gennaio

- Banca d'Italia, "*Bollettino Economico*", n° 2/2014, aprile
- Banca d'Italia, "*Considerazioni finali*", Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, Roma, 30 maggio 2014
- Banca dei Regolamenti Internazionali, "*Statistical Annex*", in *BIS Quarterly Review*, anni vari
- 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
- Bufacchi I., "*La scommessa sull'Italia*", Il Sole 24 Ore, 29 marzo 2014
- Bufacchi I., "*Tassi BTP «barometro» del dopo voto*", Il Sole 24 Ore, 25 maggio 2014
- Cappellini M., "*Fondi sovrani, si riapre la caccia alle Pmi*", Il Sole 24 Ore, 3 febbraio 2014
- Cappellini M., "*Capitali esteri, imprese nel mirino ma non in saldo*", Il Sole 24 Ore, 7 aprile 2014
- Confindustria, "*Relazione del Presidente Giorgio Napolitano*", Assemblea 2014, Roma, 29 maggio
- Consob, "*Relazione Annuale*", anni vari
- D'Angerio V., "*Effetto traino di BlackRock. L'Italia piace a tutti*", Plus24-Il Sole 24 Ore, 19 aprile 2014
- Deloitte Financial Advisory, "*Italy Private Equity Confidence Survey. Outlook per il secondo semestre 2013*", n° 2, secondo semestre 2013
- Destinazione Italia, L. n° 9 del 21 febbraio 2014, Gazzetta Ufficiale Serie Generale n° 43 del 21 febbraio 2014
- Di Cesare A., Grande G., Manna M. e Taboga M., "*Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries*", Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (*Occasional papers*), n° 128, settembre 2012
- Fondo Monetario Internazionale, "*Fiscal Monitor. Public expenditure reform, making difficult choices*", aprile 2014
- Fondo Monetario Internazionale, "*Global Financial Stability Report. Moving from liquidity- to growth-driven markets*", aprile 2014
- Franceschi A., "*Il made in Italy «preda» dei big esteri*", Il Sole 24 Ore, 7 febbraio 2014

- IR Top “*Segmento STAR: nel 2014 aumenta il peso degli investitori esteri*”, comunicato stampa, 25 marzo 2014
- ISTAT, “*Struttura e attività delle imprese a controllo estero*”, Statistiche in breve, anni vari
- ISTAT, “*Struttura e attività delle multinazionali estere in Italia. Anno 2011*”, 17 dicembre 2013
- KPMG, “*Rapporto Mergers & Acquisitions. I mercati preparano la ripresa. Anno 2013*”, KPMG Corporate Finance, 2014
- Lops V., “*Torna l’interesse per l’euro-periferia*”, Il Sole 24 Ore, 27 maggio 2014
- MEFOP, “*Bollettino Statistico*”, n° 51, marzo 2014
- Ministero dell’Economia e delle Finanze, “*Linee guida della gestione del debito pubblico. Anno 2014*”, 2013
- Ministero dell’Economia e delle Finanze, “*Dettagli del collocamento del nuovo BTP€i a 10 anni*”, comunicato stampa n° 67 del 13 marzo 2014
- Ministero dell’Economia e delle Finanze, “*Dettagli del collocamento del nuovo BTP a 15 anni*”, comunicato stampa n° 122 del 15 maggio 2014
- Murray T., “*Ripresa? Potrebbe essere il turno dell’Italia*”, The Financialist, Switzerland Global Enterprise, 6 maggio 2014
- Olivieri A., “*Fiducia sull’Italia dai fondi esteri*”, Il Sole 24 Ore, 6 maggio 2014
- Peveraro S., “*Ballo da mille miliardi*”, Milano Finanza, 3 maggio 2014
- Renda C., “*Investitori esteri bussano alla porta dell’Italia. Da BlackRock a Soros, fino agli sceicchi del Kuwait per Pompei*”, L’Huffington Post, 26 febbraio 2014
- UNCTAD, “*World Investment Report*”, 2013
- World Bank, “*Doing business 2014*”, Washington DC, USA, 2014
- World Economic Forum, “*The Global Competitiveness Report 2013–2014*”, Ginevra, 2013

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

Lorenzo Esposito

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

Alessandra Piro

Consultant presso Consilia Business Management SpA

Valentina Riviera

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

Andrea Uselli

Ricercatore in Economia degli intermediari finanziari,
Dipartimento di Economia, Università degli Studi dell’Insubria di
Varese/Como