



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le imprese italiane e gli strumenti derivati

di Mariano Graziano

Ottobre 2012

Numero

139



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Le imprese italiane e gli strumenti derivati

di Mariano Graziano

Numero 139 – Ottobre 2012

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampato presso la Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

LE IMPRESE ITALIANE E GLI STRUMENTI DERIVATI

di Mariano Graziano*

Sommario

Il lavoro analizza le caratteristiche delle imprese italiane che utilizzano derivati e le finalità perseguite con tale utilizzo alla luce delle ipotesi formulate dai principali contributi della letteratura teorica. Utilizzando gli archivi della Centrale dei rischi e della Cerved il lavoro estende per la prima volta l'analisi alle aziende di medie e piccole dimensioni. I risultati del lavoro evidenziano come i derivati siano uno strumento ormai diffuso tra le imprese non finanziarie. Le aziende che fanno uso di derivati sono quelle maggiormente esposte a rischi finanziari e presentano caratteristiche economico-finanziarie differenti rispetto alle imprese che non ne fanno uso. Dall'esame di alcuni indicatori di rischio emerge una relazione tra elevata esposizione in derivati e difficoltà finanziarie delle imprese. Nell'ambito dei rapporti tra banche e imprese l'operatività in derivati si caratterizza per una maggiore concentrazione rispetto a quella creditizia.

Classificazione JEL: G32, G21, G30.

Parole chiave: derivati, finanza aziendale, banche, *risk management*.

Indice

1. Introduzione.....	5
2. Una rassegna della letteratura.....	6
3. L'utilizzo delle segnalazioni sui derivati della Centrale dei rischi.....	7
4. La rilevanza del fenomeno e il tipo di contratti derivati utilizzati dalle imprese italiane.....	8
5. L'esposizione delle imprese in derivati.....	12
6. Le caratteristiche di bilancio delle imprese che utilizzano i derivati.....	15
7. Una valutazione dell'esposizione finanziaria in strumenti derivati.....	17
8. Rapporti tra banche e imprese: relazioni di finanziamento e operatività in derivati.....	20
9. Conclusioni.....	23
Bibliografia.....	25

* Banca d'Italia, Divisione Analisi e ricerca economica territoriale, Sede di Venezia. L'autore desidera ringraziare Giorgio Albareto e Giovanni Guazzarotti per gli utili consigli.

1. Introduzione

I derivati costituiscono ormai da decenni argomento di studio della letteratura sugli intermediari e i mercati finanziari, in particolare di quella riguardante le scelte di portafoglio e la gestione dei rischi. La letteratura empirica sull'utilizzo dei derivati da parte delle imprese non finanziarie ha avuto invece uno sviluppo più limitato, soprattutto per la carenza di informazioni quantitative. I lavori prodotti, riguardanti prevalentemente aziende quotate in mercati regolamentati, hanno approfondito principalmente le caratteristiche e le motivazioni economiche delle imprese che utilizzano derivati.

In Italia l'operatività in derivati da parte delle imprese è stata oggetto di particolare attenzione da parte delle autorità di vigilanza sulle banche e sul mercato finanziario dal 2004 quando il permanere dei tassi di interesse su livelli contenuti aveva determinato un peggioramento della posizione in derivati delle imprese. Con la finalità di monitorare tale fenomeno, dal gennaio del 2005 è stato introdotto l'obbligo per le banche di segnalare in Centrale dei rischi il valore intrinseco positivo dei contratti in essere verso la clientela¹.

Il presente lavoro utilizza l'ampio patrimonio informativo derivante dalle segnalazioni da parte delle banche delle posizioni positive in derivati in Centrale dei rischi. Rispetto ai lavori precedenti, ciò ha consentito di ampliare significativamente il campione di imprese analizzate, comprendendo anche quelle di dimensioni medie e piccole. In particolare, si sono approfonditi i seguenti aspetti: i) la diffusione dei derivati tra le imprese italiane, ii) le caratteristiche economico-finanziarie delle aziende che utilizzano i derivati, iii) il grado di esposizione delle imprese ai rischi connessi con l'attività in derivati, iv) l'inquadramento dell'operatività in derivati nell'ambito dei complessivi rapporti di finanziamento tra banche e imprese, v) le caratteristiche delle banche operanti in derivati con le imprese.

Le imprese per cui era stata rilevata nel corso del 2011 un'esposizione in derivati erano oltre 42 mila, con un'esposizione alla fine del periodo di circa 7,4 miliardi di euro. Le aziende fanno uso per lo più di contratti di tipo *swap*, finalizzati alla copertura del rischio di variazione dei tassi di interesse. Le imprese operanti in derivati hanno caratteristiche di bilancio diverse rispetto a quelle che non ne fanno uso; tali differenze confermano, per lo più, le previsioni della letteratura teorica sulle principali motivazioni che determinano la scelta delle aziende di operare in derivati. In particolare, le imprese con posizioni in derivati sono significativamente più grandi delle altre, hanno una maggiore esposizione sia ai rischi connessi con l'indebitamento finanziario sia ai rischi di cambio derivanti dall'operatività commerciale con l'estero, presentano una redditività più contenuta ed effettuano maggiori investimenti in conto capitale.

L'esposizione in derivati rappresenta una quota modesta dell'indebitamento delle imprese nei confronti delle banche. Emerge tuttavia una relazione tra elevata esposizione in derivati e difficoltà finanziarie delle imprese, misurata sia attraverso le segnalazioni a incaglio in Centrale dei rischi sia considerando i *rating* Cerved basati sugli indicatori di bilancio. La relazione tra esposizione in derivati e difficoltà finanziarie delle imprese necessita di ulteriori approfondimenti, anche al fine di individuarne i nessi di causalità.

Per quanto riguarda le caratteristiche dei rapporti tra banche e imprese, l'operatività in derivati di ciascuna impresa è in larga parte concentrata presso un solo intermediario bancario, diversamente dall'attività creditizia, che tipicamente coinvolge una pluralità di intermediari. L'impresa tende a operare in derivati con la banca che eroga la maggior parte dei finanziamenti; particolarmente rilevanti risultano

¹ Nel 2007, in seguito all'emergere di criticità relative all'operatività in derivati di alcuni intermediari, i direttori generali della Banca d'Italia e della Consob sono stati ascoltati presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati; in quella sede gli esponenti delle autorità di controllo hanno tra l'altro rimarcato come l'utilizzo dei derivati da parte delle imprese sia una prassi ormai diffusa per la gestione dei rischi finanziari.

le esposizioni a lungo termine o in valuta, che risultano spesso collegate a operazioni di copertura effettuate tramite derivati.

Il lavoro è strutturato come segue. Nel paragrafo successivo sono sinteticamente riportati i risultati della letteratura teorica ed empirica riguardante l'utilizzo dei derivati da parte delle imprese non finanziarie. Il terzo spiega come le segnalazioni della Centrale dei rischi sono state utilizzate al fine di individuare le imprese che hanno operato in derivati. Nel quarto paragrafo si analizza la rilevanza del fenomeno in Italia e le principali caratteristiche dei derivati utilizzati dalle imprese. Nel quinto sono approfondite le caratteristiche di tali aziende in termini di settore economico, localizzazione geografica e forma giuridica; nel sesto si descrivono le differenze tra le imprese che utilizzano i derivati e le altre sotto il profilo economico-finanziario. Il settimo paragrafo riporta una valutazione sull'impegno finanziario connesso all'operatività in derivati e sulla relazione tra tale operatività e la rischiosità delle imprese. Nell'ottavo paragrafo l'operatività in derivati viene analizzata nell'ambito dell'attività di finanziamento delle banche. L'ultimo paragrafo riporta le principali conclusioni del lavoro.

2. Una rassegna della letteratura

La letteratura teorica sui derivati ha evidenziato come la scelta delle imprese di modificare la propria esposizione ai rischi finanziari attraverso l'utilizzo di derivati possa dipendere dall'esigenza di gestire in modo più efficiente i costi del *financial distress*, di stabilizzare il reddito fiscale e di regolare l'esposizione ai rischi finanziari secondo le esigenze del *management* (Smith e Stulz, 1985 e Stulz, 1996).

Da un punto di vista empirico la letteratura ha analizzato le caratteristiche economico-finanziarie e le motivazioni delle imprese che utilizzano derivati. Le verifiche hanno riguardato soprattutto le imprese statunitensi, e, con un minore numero di contributi, quelle del Regno Unito, dei paesi scandinavi, della Germania e del Giappone. Gli studi realizzati hanno utilizzato campioni numericamente contenuti e composti da grandi imprese quotate attraverso informazioni rivenienti da *survey* (quali ad es. *Wharton survey of U.S. non-financial firms*, utilizzata da Bodnar *et al.* nei lavori del 1995, 1996 e 1998), da dati di bilancio delle imprese (ad es. Graham e Rogers, 2002; Mian, 1996) o da dati più specifici riguardanti i settori estrattivo e petrolifero (ad es. Haushalter, 2000; Tufano, 1996).

Per quanto riguarda le domande riguardanti chi e perché utilizza i derivati, le ipotesi di verifica si sono concentrate sulle caratteristiche delle imprese (dimensioni, opportunità di crescita, settore di attività, *governance*), sull'esposizione ai rischi di tasso di interesse, di cambio o di variazioni dei prezzi delle merci o su fattori esterni quali il sistema impositivo² e i vincoli sugli investimenti (Aretz *et al.*, 2007; Bartram *et al.*, 2006; Daniel Smith, 2006; El Masry, 2003).

Le verifiche empiriche, pur producendo risultati non sempre concordanti, hanno comunque evidenziato la rilevanza dell'esposizione a specifici rischi (in particolare quelli connessi con situazioni di *financial distress*) quale fattore predominante nella scelta delle imprese di operare in derivati (ad es. Barton, 2001; Bartram *et al.*, 2006; Borokhovic *et al.*, 2001; Geczy *et al.*, 1997; Graham e Rogers, 2002; Guay, 1999; Smith, 2006). Con riferimento alle caratteristiche delle imprese, la relazione positiva tra dimensioni aziendali e utilizzo dei derivati è stata spiegata con la maggiore complessità del profilo di rischio delle imprese più grandi e con le economie di scala che caratterizzerebbero la gestione di strumenti complessi come i derivati. Nella letteratura empirica la relazione positiva tra dimensione aziendale e operatività in derivati rappresenta una delle evidenze più diffuse (ad es. Bartram *et al.*, 2006; Guay e Kothari, 2003; Haushalter, 2000; Mian 1996; per l'Italia, Bison, Pelizzon, Sartore, 2002; Bodnar *et al.*, 2008).

² In presenza di un sistema fiscale con aliquote progressive, le imprese potrebbero essere incentivate a stabilizzare gli utili anche attraverso l'utilizzo di strumenti derivati.

Un lavoro recente che approfondisce la relazione tra utilizzo dei derivati e rapporti tra banche e imprese, utilizzando un campione di aziende quotate sul mercato *Nikkei 225* (Yosano e Lantara, 2010), mostra come il ruolo della banca, ampliandosi da quello di mero finanziatore a quello di supporto al *risk management* delle imprese, influenzi la scelta di operare in derivati. In particolare, è stato rilevato come una maggiore quota della banca principale sul totale dei prestiti bancari, un minore numero di banche finanziatrici e una maggiore incidenza dei prestiti bancari sull'indebitamento totale siano correlati all'utilizzo dei derivati da parte delle imprese.

Per quanto riguarda l'Italia, un lavoro di Bison, Pelizzon e Sartore (2002), analizzando i bilanci delle imprese non finanziarie quotate presso la Borsa italiana (campione di circa 150 imprese per anno), anteriormente all'introduzione dell'euro (periodo 1993-99), ha mostrato come la scelta di utilizzare tali strumenti fosse legata principalmente alle dimensioni aziendali e alla rilevanza del commercio con l'estero e dell'esposizione al rischio di cambio, mentre l'esposizione al rischio di tasso era risultata meno rilevante.

Più di recente Bodnar *et al.* (2008) hanno analizzato i dati di una *survey* sul *risk management* e l'utilizzo di derivati delle imprese non finanziarie italiane con fatturato superiore ai 500 mln di euro. Delle 464 imprese contattate hanno risposto in 86 (18,5 per cento del totale). I principali risultati del lavoro indicano una sostanziale stabilità nell'intensità di utilizzo dei derivati tra il 1999 e il 2007 e un maggiore uso di tali strumenti da parte delle imprese di maggiori dimensioni (per i derivati su merci e titoli azionari l'utilizzo da parte delle imprese di maggiori dimensioni è esclusivo). Quest'ultimo risultato confermerebbe, secondo gli autori, l'esistenza di economie di scala nell'utilizzo di derivati³.

3. L'utilizzo delle segnalazioni sui derivati della Centrale dei rischi

Dalla sintetica rassegna della letteratura riportata emerge come gli studi sull'utilizzo dei derivati da parte delle imprese non finanziarie abbiano finora riguardato campioni numericamente contenuti di aziende di grandi dimensioni. Tuttavia, in base alle rilevazioni di Centrale dei rischi (CR)⁴ il fenomeno risulta significativamente diffuso anche tra imprese di medie e piccole dimensioni. L'utilizzo di tali informazioni consente pertanto di ampliare l'ambito di studio riguardante l'uso dei derivati da parte delle imprese.

Le banche segnalano in CR solo le posizioni in derivati che presentano un valore intrinseco positivo⁵. Le segnalazioni riportano il valore intrinseco dei derivati, il tipo di contratto (permettendo in particolare di distinguere le opzioni dagli altri derivati), la durata contrattuale e la durata residua dello strumento. Non risultano invece disponibili le informazioni circa il valore nozionale, la natura del sottostante e la data di stipula del contratto. L'esclusione delle posizioni che presentano valore intrinseco negativo per gli intermediari è coerente con la natura stessa delle informazioni della CR, che si propongono di registrare esclusivamente i crediti del sistema finanziario. In effetti, il valore intrinseco positivo di un contratto derivato può essere considerato come un credito "teorico" nei confronti della controparte, in quanto rappresenta l'esborso che essa dovrebbe sostenere per chiudere il contratto.

³ Due *survey* riguardanti la funzione di *risk management* delle imprese rispettivamente del Nord Est e della provincia di Milano trattano anche dell'uso dei derivati, limitandosi a esaminarne il livello di diffusione tra le imprese e il grado di consapevolezza delle caratteristiche e finalità di tali strumenti da parte delle stesse utilizzatrici (Bazzana e Potrich, 2002 e Caselli, 2001).

⁴ La rilevazione riguarda i contratti *over the counter*, escludendo quelli quotati in mercati regolamentati, ed è effettuata mensilmente da gennaio del 2005. I contratti *swap*, su cui verterà principalmente la successiva analisi, sono generalmente *over the counter*.

⁵ Secondo la definizione della circolare 139/91 della Banca d'Italia, che regola le modalità di segnalazione delle posizioni in derivati in Centrale dei rischi, il valore intrinseco rappresenta il *fair value* positivo dei derivati, ovvero il credito riconducibile a tali operazioni vantato dall'intermediario nei confronti dell'impresa alla data di riferimento della segnalazione, al netto di eventuali accordi di compensazione.

Le informazioni di CR, nonostante includano solo le posizioni positive, possono essere utilizzate per censire le imprese che utilizzano contratti *swap*. Infatti in base agli usi commerciali prevalenti, l'intermediario applica un *mark-up* alle condizioni economiche di base, in modo da assicurare la copertura dei rischi di credito e di mercato, dei costi operativi e la remunerazione dell'attività imprenditoriale⁶. L'applicazione di tale margine determina pertanto, al momento della stipula del contratto, un valore positivo anziché nullo del derivato e la conseguente segnalazione in CR. Successivamente alla stipula, in funzione dell'andamento dei mercati di riferimento, il contratto potrà mantenere un valore di mercato positivo per la banca, continuando quindi ad essere segnalato in CR, ovvero assumere un valore negativo e non essere più segnalato.

Per quanto riguarda invece i contratti già in essere a gennaio del 2005, quindi non rilevati in CR al momento della stipula, le ampie oscillazioni dei tassi di interesse e di cambio nel periodo 2005-10 ne ha comportato nella gran parte dei casi la segnalazione in CR, almeno per periodi limitati. In particolare, il basso livello dei tassi di interesse in alcuni sottoperiodi ha favorito l'emersione di quei contratti volti alla copertura del rischio di rialzo dei tassi, che sono quelli usati più frequentemente dalle imprese.

Per altre tipologie di derivati, in particolare le opzioni, la remunerazione della banca, anziché implicita nelle condizioni del contratto, è generalmente inclusa nell'ammontare del premio corrisposto dall'acquirente al momento della stipula, riducendo la probabilità che la posizione venga segnalata in CR⁷. L'analisi sarà pertanto limitata a quelle imprese che presentano almeno una posizione in derivati di tipo *swap*, escludendo quelle operanti esclusivamente in opzioni. La perdita di informazioni derivante da tale scelta è contenuta, in quanto i contratti *swap* rappresentano una quota ampiamente maggioritaria dei derivati delle imprese (cfr. paragrafo 4) e poiché i due terzi delle imprese che presentano posizioni in opzioni hanno in essere anche contratti *swap*.

La rappresentatività delle posizioni in derivati segnalate in CR non risulta infine compromessa dal limite di censimento previsto (30 mila euro, 75 mila prima del 2009), considerato che le imprese con indebitamento bancario compreso tra 30 e 75 mila euro rappresentano lo 0,04 per cento del totale dell'esposizione in derivati.

4. La rilevanza del fenomeno e il tipo di contratti derivati utilizzati dalle imprese italiane

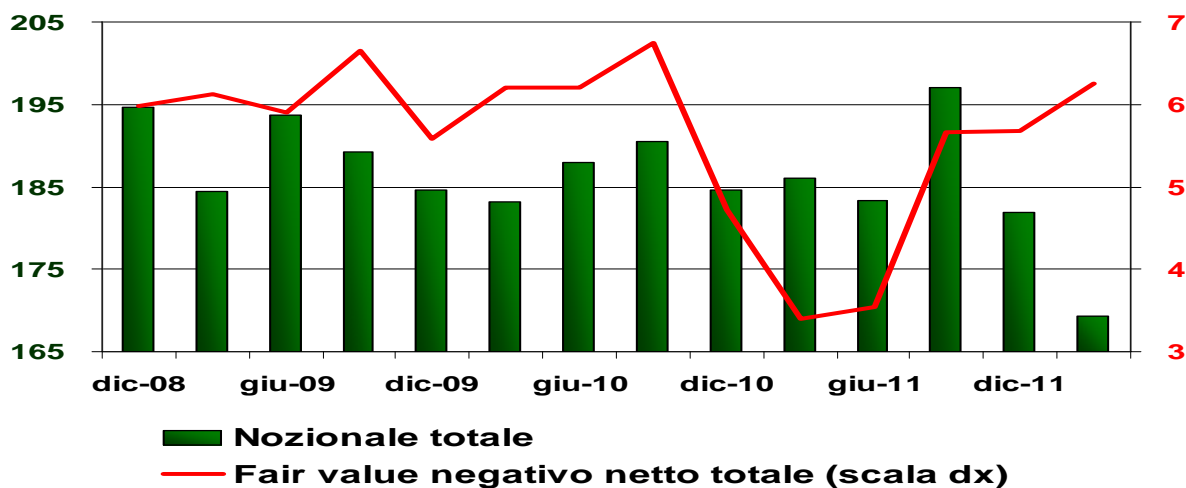
In base alle segnalazioni di vigilanza delle banche, le imprese italiane presentavano, a marzo del 2012, una posizione netta negativa in derivati pari a 6,3 miliardi di euro, a fronte di un valore nozionale degli stessi contratti pari a 169,3 miliardi di euro (fig. 1). Le sensibili oscillazioni dei valori di mercato dei derivati sono da ricondurre, oltre che alle variazioni del valore nozionale, all'evoluzione del sottostante (tassi di interesse o di cambio, prezzi, indici, etc.) su cui è scritto il derivato. In un lavoro di Bartram *et al.* (2009), che esamina l'utilizzo dei derivati da parte delle imprese di 50 paesi, l'utilizzo di tali strumenti da parte delle aziende italiane, pur risultando lievemente inferiore rispetto agli Stati Uniti e al Regno Unito, si presenta in linea con la media complessiva dei paesi esaminati.

⁶ "The pricing of a derivatives transaction begins with determination of a benchmark mid-market price at which net present value is zero at the inception of a transaction. But if the dealer were actually to transact at the mid-market price, it would incur transaction cost but would not cover them, nor would it earn a return to compensate it for acting as market maker. The actual price transacted with the dealer realizes a positive estimated net present value. The actual price transacted with the client is therefore not the mid-market price but a bid or offer price at which the dealer realizes a positive estimated net present value" ("The value of a new swap", D. Mengle, ISDA Research Notes, 2010).

⁷ A livello aggregato, i diversi usi contrattuali nella determinazione delle commissioni per opzioni e *swap* si riflettono in un rapporto tra valori intrinseci positivi e negativi delle banche verso il settore produttivo significativamente più elevato per il secondo tipo di contratti.

Fig. 1

Valori nozionale e di mercato netto dei derivati delle imprese (1)
(dati di fine trimestre; miliardi di euro)



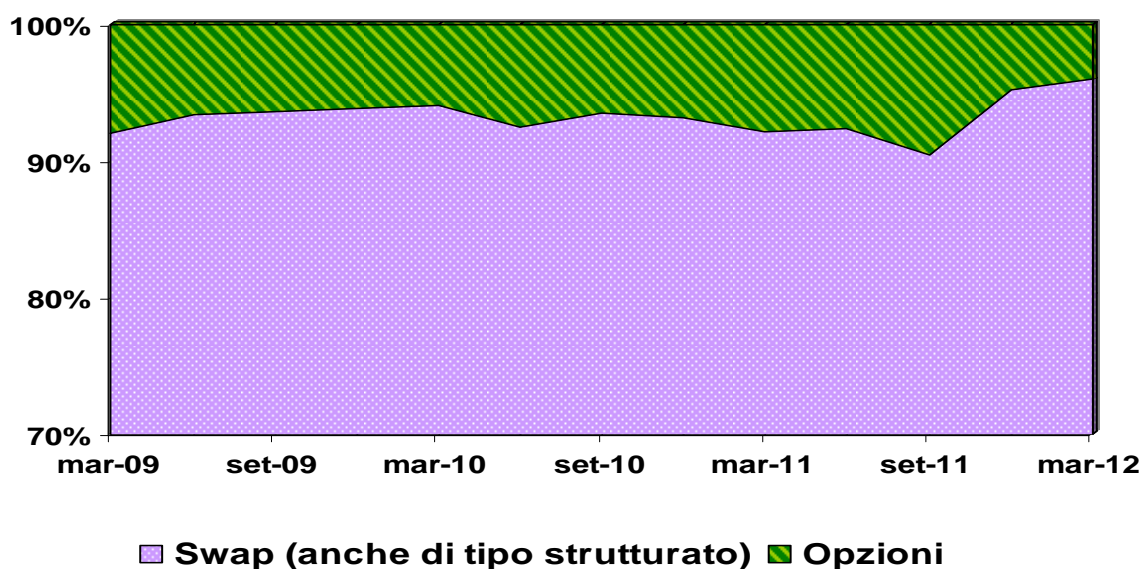
Fonte: Segnalazioni di vigilanza.

(1) Valore di mercato netto segnalato dalle banche. A valori positivi per le banche corrispondono valori negativi di analogo ammontare per le imprese controparti dei contratti.

I contratti *swap*, anche di tipo strutturato (si tratta per lo più di contratti *swap* che incorporano opzioni), rappresentano, per tutto il periodo considerato, oltre il 90 per cento del totale del *fair value* (fig. 2). La restante quota è rappresentata da contratti opzionali non incorporati in *swap*.

Fig. 2

Valore di mercato dei derivati delle imprese per forma contrattuale
(dati di fine trimestre; valori percentuali)

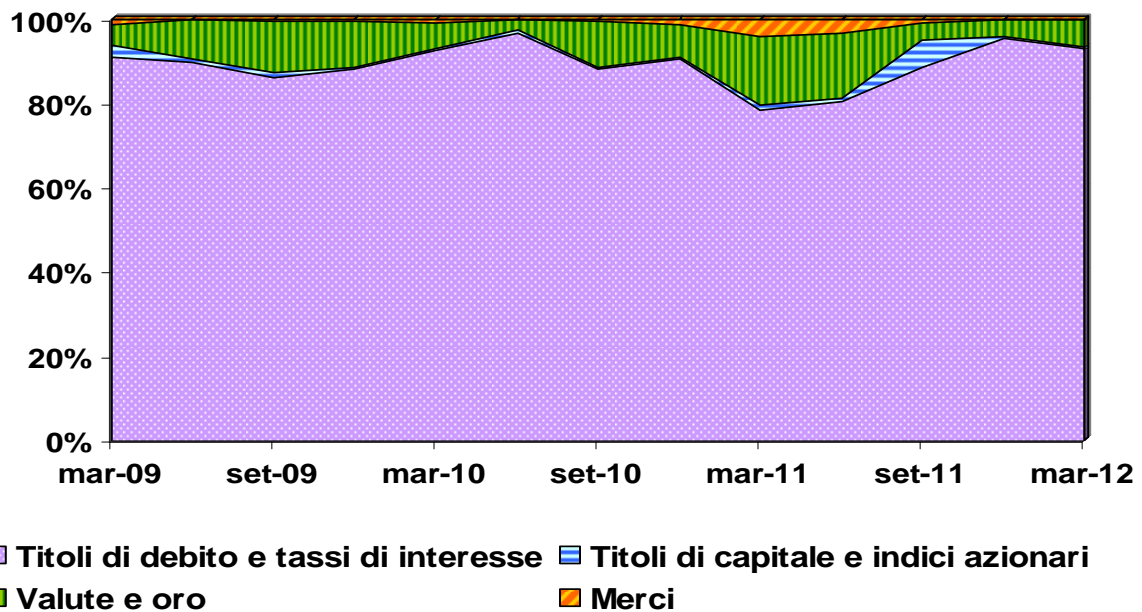


Fonte: Segnalazioni di vigilanza.

Le imprese italiane utilizzano i derivati *over the counter* principalmente per la gestione del rischio di tasso. Tra il 2009 e il 2012 la quota dei derivati su tassi di interesse e titoli di debito sul totale si è attestata mediamente oltre il 90 per cento (fig. 3). Quelli riguardanti i tassi di cambio e le valute hanno presentato un *fair value* netto pari mediamente al 9 per cento del totale. I derivati su titoli di capitale hanno rappresentato mediamente l'1 per cento del totale, mentre quelli su merci hanno costituito una quota marginale del totale⁸.

Fig. 3

Valore di mercato dei derivati delle imprese per sottostante
(valori percentuali)

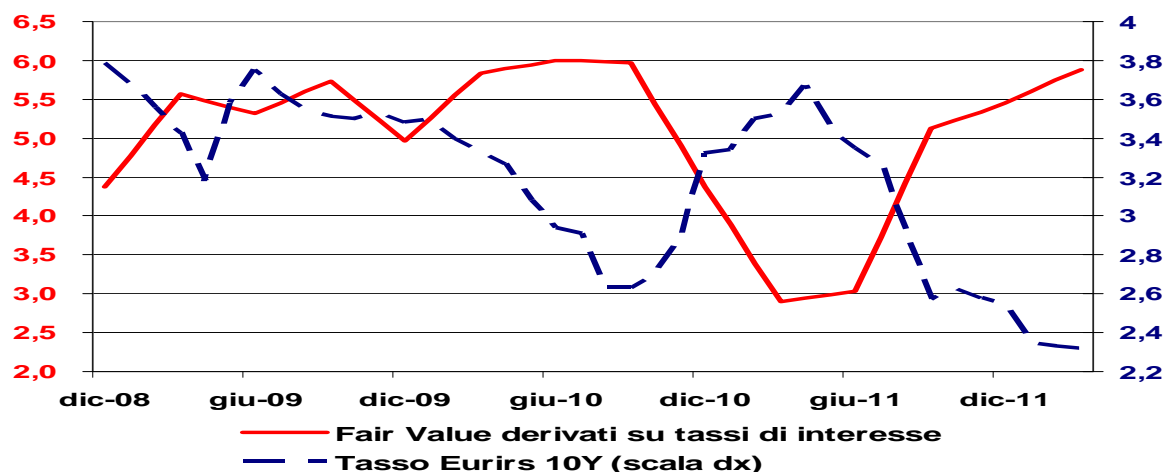


Fonte: Segnalazioni di vigilanza.

A fronte di un indebitamento prevalentemente a tasso variabile, l'operatività in derivati delle imprese italiane è orientata in larga misura a proteggersi dal rischio di un rialzo dei tassi, che determinerebbe un incremento degli oneri finanziari. Ciò si riflette in una relazione negativa tra il *fair value* dei derivati segnalati dalle banche e i tassi di mercato (fig. 4).

⁸ Per i derivati su merci le contrattazioni *over the counter* assumono storicamente una minore rilevanza rispetto a quelle sui mercati regolamentati, queste ultime non sono ricomprese nei dati esaminati.

**Valore di mercato netto dei derivati delle imprese su tassi di interesse
e andamento tasso IRS a 10 anni (1)**
(miliardi di euro e valori percentuali)

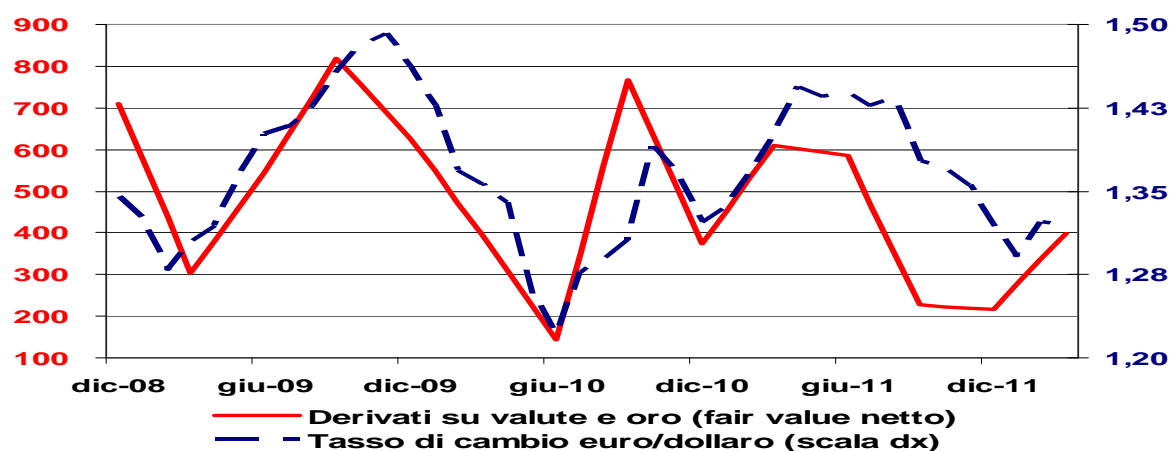


Fonte: segnalazioni di vigilanza, www.euribor.it. Valore intrinseco netto in miliardi di euro.

(1) Valore di mercato netto segnalato dalle banche. A valori positivi per le banche corrispondono valori negativi di analogo ammontare per le imprese controparti dei contratti.

Le imprese che fanno ricorso ai derivati su cambi sono invece prevalentemente imprese importatrici che effettuano acquisti a termine di valuta per proteggersi dal rischio di una svalutazione del cambio. L'analisi congiunta del valore di mercato dei derivati su valute e oro e del tasso di cambio a pronti tra euro e dollaro nel periodo 2009-10 evidenzia l'esistenza di una relazione positiva tra le due variabili (fig. 5).

**Valore di mercato netto dei derivati delle imprese
su valuta, oro e tasso di cambio a pronti euro/dollaro**
(milioni di euro e unità di dollari per euro)



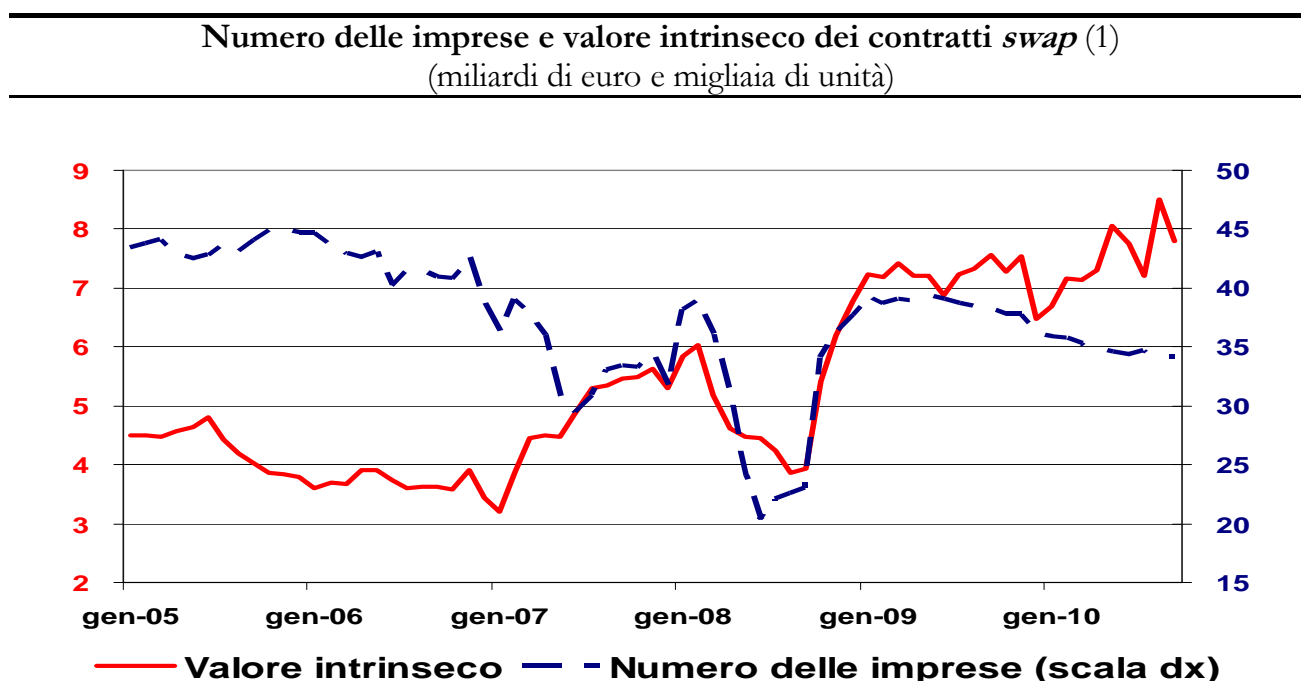
Fonte: Segnalazioni di vigilanza. Valore intrinseco netto in milioni di euro.

(1) Valore di mercato netto segnalato dalle banche. A valori positivi per le banche corrispondono valori negativi di analogo ammontare per le imprese controparti dei contratti.

5. L'esposizione delle imprese in derivati

Le segnalazioni di Centrale dei rischi consentono di analizzare l'esposizione individuale delle imprese in derivati. L'analisi successiva si basa sulle segnalazioni di CR dal gennaio del 2005⁹ (data della prima segnalazione) a settembre 2010 relative ai soli contratti *swap*, proponendosi di esaminare l'evoluzione dell'operatività in derivati delle imprese nel primo quinquennio dall'introduzione delle segnalazioni sui derivati in CR. In base alle segnalazioni di CR, i contratti derivati risultano diffusi tra le imprese. Le aziende censite che avevano in essere contratti *swap* sono passate da 43 mila circa nel gennaio 2005 a 34 mila unità circa nel settembre 2010 (fig. 6). Il numero delle imprese censite ha registrato un trend decrescente fino alla metà del 2008, raddoppiando poi nel semestre successivo; ha quindi ripreso a calare nel biennio 2009-10. Il significativo aumento del numero dei soggetti censiti registrato nella seconda parte del 2008 è da ricondurre prevalentemente alle variazioni dei tassi di interesse successive al default "Lehman" e alla conseguente "emersione" in CR di molte posizioni precedentemente non segnalate¹⁰. Il valore intrinseco complessivo – che misura l'esposizione delle imprese in derivati – è cresciuto sensibilmente, da 4,5 a 7,8 miliardi di euro tra gennaio 2005 e settembre 2010.

Fig. 6



Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Valore intrinseco dei contratti *swap* (scala sx) in miliardi di euro. Numero di imprese (scala dx) in migliaia di unità. Il valore intrinseco è la somma dei valori con segno positivo segnalati dalle banche in Centrale dei rischi. Valori positivi per le banche corrispondono a valori negativi di uguale ammontare per le imprese controparti dei contratti.

⁹ L'analisi si limiterà alle imprese che hanno in essere almeno un contratto *swap*, escludendo quelle che hanno in essere solo contratti di opzione, in modo da tenere conto dei problemi di censimento di questi ultimi contratti illustrati nel paragrafo 3. Le imprese che avevano in essere solo contratti di opzione, in base alle segnalazioni CR di settembre 2010, erano 483 (1,4 per cento delle imprese che utilizzano derivati) con una esposizione di 186 mln di euro (2,3 per cento del totale).

¹⁰ Le variazioni del numero dei soggetti censiti e dell'ammontare del valore intrinseco totale in CR sono riconducibili a due distinti fenomeni: da una parte il censimento dei nuovi contratti e l'estinzione di quelli venuti a scadenza, dall'altra l'emersione/scomparsa dei contratti a seconda che, in base all'andamento dei mercati, i derivati assumano valore negativo/positivo per l'impresa. Sulla base dei soli dati di CR non è agevole distinguere tra i due diversi fenomeni; tuttavia, la crescita dell'ammontare del valore intrinseco e la corrispondente flessione del numero dei soggetti censiti indicherebbero una prevalenza del secondo effetto.

A fronte di una flessione del numero delle imprese censite, l'incremento dell'ammontare complessivo del valore intrinseco si è riflesso in una maggiore esposizione media (229 mila euro a settembre 2010, contro 104 mila euro a gennaio 2005). L'esposizione delle imprese in derivati appare peraltro molto concentrata: a settembre 2010 il valore mediano si attestava a soli 25 mila euro (tav. 1).

Tav. 1 – Numero di imprese e valore intrinseco dei contratti *swap*
(dati di fine periodo)

	Valore intrinseco totale (1) (milioni di euro)	Numero di imprese (unità)	Valore intrinseco medio (migliaia di euro)	Valore intrinseco mediano (migliaia di euro)
Gen-2005	4.509	43.393	104	13
Dic-2005	3.785	44.681	85	10
Dic-2006	3.438	38.706	89	9
Dic-2007	5.290	31.643	167	12
Dic-2008	6.787	37.772	180	20
Dic-2009	6.486	36.248	179	23
Set-2010	7.808	34.066	229	25

Fonte: Centrale dei rischi.

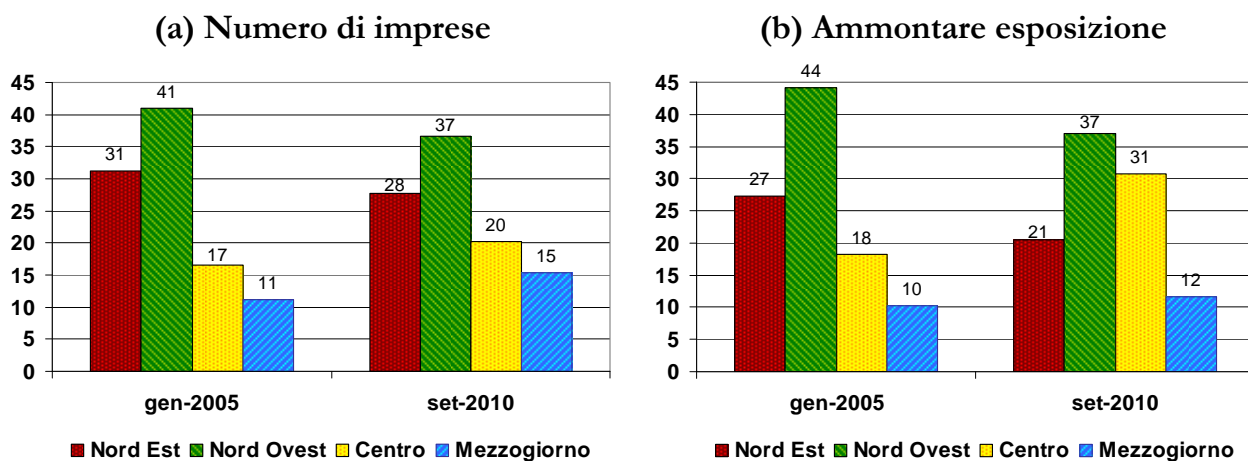
(1) Somma dei valori intrinseci con segno positivo segnalati dalle banche in CR. Valori positivi per le banche corrispondono a valori negativi per le imprese controparti dei contratti.

Le imprese che presentano posizioni in derivati sono concentrate nelle aree più sviluppate del paese (Nord Ovest e Nord Est). Tra il 2005 e il 2010 si è tuttavia evidenziata una crescita della quota delle aziende con posizioni in derivati nel Mezzogiorno e nel Centro e una flessione di quelle presenti nel Nord (fig. 7a). In termini assoluti il numero di imprese con posizioni in derivati è cresciuto solo nel Mezzogiorno mentre nel Nord Est e nel Nord Ovest si è ridotto di oltre il 30 per cento.

In termini di valori intrinseci, la distribuzione territoriale dei derivati risulta diversa: a settembre del 2010 le quote maggiori erano riconducibili alle imprese del Nord Ovest e del Centro (fig. 7b). Le differenze tra la distribuzione territoriale in termini di numero di imprese e quella in termini di ammontare deriva dall'esposizione delle grandi imprese localizzate nelle aree metropolitane di Roma e Milano, che rappresentano circa il 40 per cento del totale dei derivati.

Fig. 7

Distribuzione territoriale dei contratti *swap* delle imprese
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.

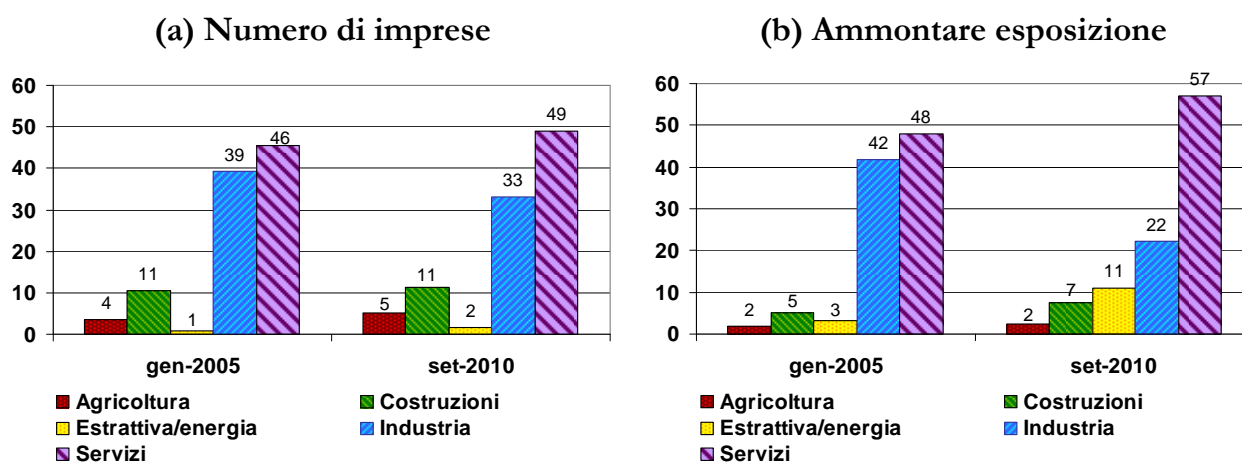
Le imprese con posizioni in derivati operavano per quasi la metà nei servizi, per circa un terzo nell'industria e per quote più contenute nelle costruzioni, nell'agricoltura e nel comparto estrattivo/energetico (fig. 8a). Rispetto al 2005 le variazioni più significative hanno riguardato le imprese industriali, la cui incidenza si è ridotta di 6 punti percentuali, e quelle dei servizi, in crescita di 3 punti percentuali.

In termini di ammontare dell'esposizione la distribuzione settoriale risulta diversa: alle imprese dei servizi fa capo oltre la metà del totale del valore intrinseco, contro un quinto dell'industria e un decimo del comparto estrattivo/energetico (fig. 8b). Nel settore dei servizi l'esposizione è concentrata tra le imprese del settore immobiliare (28,8 per cento del totale del valore intrinseco a settembre 2010) e dei servizi alberghieri e dei pubblici esercizi (4,7 per cento). La crescita è stata maggiore nel comparto immobiliare, in quello dei servizi alberghieri e dei pubblici servizi, del trasporto marittimo e della gestione delle autostrade, settori caratterizzati dalla rilevanza degli attivi immobilizzati e dal conseguente ricorso alla provvista finanziaria a medio e lungo termine.

Tra il 2005 e il 2010 si è invece contratta l'esposizione delle imprese del settore industriale, sia in termini assoluti (-210 mln di euro) sia in termini di incidenza sul totale (-20 punti percentuali): la flessione ha riguardato principalmente le aziende operanti nei settori tradizionali del tessile, del cuoio e del legno. In crescita sono risultati alcuni settori che si caratterizzano per gli elevati investimenti fissi, quali il cementifero, il farmaceutico, il cartiero e alcuni comparti della siderurgia. Anche il settore estrattivo/energetico ha registrato un forte incremento dell'esposizione, attestatosi a settembre 2010 all'11 per cento del totale (con valori medi per impresa più elevati rispetto agli altri comparti).

Fig. 8

Distribuzione per settore economico dei contratti *swap* delle imprese
(valori percentuali)



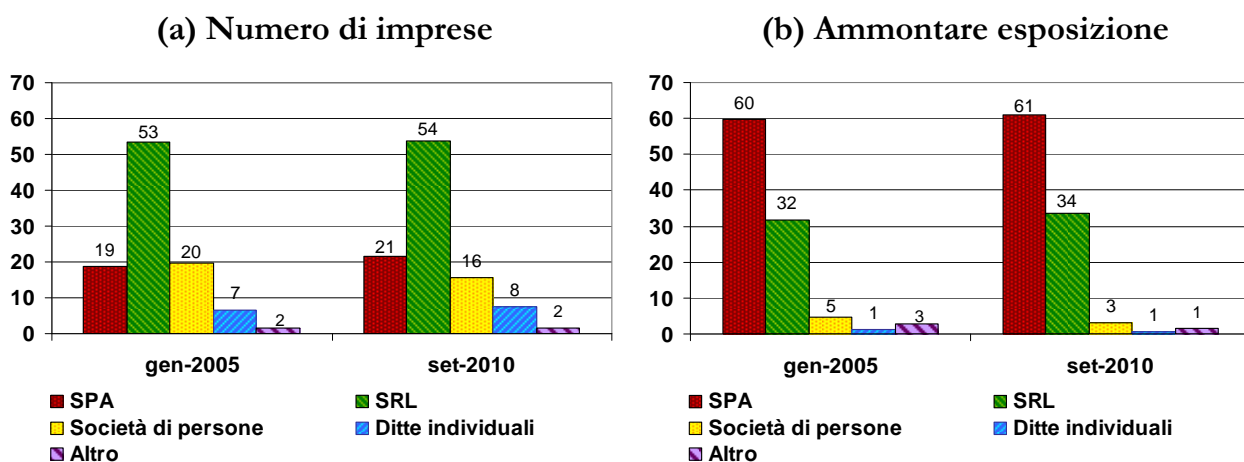
Fonte: Centrale dei rischi.

In relazione alla forma giuridica delle imprese, i derivati sono diffusi principalmente tra le società di capitale: oltre la metà delle imprese che operano in derivati sono S.r.l. e oltre un quinto S.p.A. (fig. 9a); le società di persone e le ditte individuali rappresentano comunque circa un quarto del totale delle imprese con posizioni in derivati. In termini di valori intrinseci la concentrazione dei derivati risulta maggiore: alle S.p.A. è riconducibile il 61 per cento e alle S.r.l. il 34 per cento del totale (fig. 9b). Alle imprese pubbliche, che rappresentano numericamente una quota molto contenuta del totale delle aziende che utilizzano derivati (42 su 34 mila a settembre 2010), è riconducibile circa il 5 per cento del valore intrinseco dei derivati (475 mln di euro). A fronte di un numero pressoché invariato di imprese

pubbliche esposte in derivati rispetto al 2005, l'esposizione è più che decuplicata (34 mln di euro nel 2005).

Fig. 9

Distribuzione per forma giuridica dei contratti *swap* delle imprese (valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.

6. Le caratteristiche di bilancio delle imprese che utilizzano i derivati

In questo paragrafo le imprese che fanno uso dei derivati sono confrontate con quelle che non ne fanno uso sulla base di alcuni indicatori di bilancio. L'analisi si riferisce alle imprese censite come operative in derivati nel corso del 2010 per cui è disponibile il bilancio nel database Cerved (22.364 aziende su un totale di 42.966 imprese con posizioni in derivati). Per queste imprese si è proceduto ad esaminare, per il bilancio di esercizio relativo al 2009, gli indicatori individuati dalla letteratura come "segnalatori" di una maggiore propensione all'utilizzo dei derivati¹¹. Gli indicatori esaminati sono riportati nella tavola 2. Le differenze che emergono sotto il profilo economico-finanziario tra le imprese che fanno uso di derivati e le altre confermano le previsioni della letteratura teorica sui fattori che determinano la scelta di un'impresa di operare in derivati.

Le imprese che utilizzano derivati (*users*) risultano significativamente più grandi di quelle che non ne fanno uso (*non users*): il valore mediano dell'attivo di bilancio risultava pari a 6,7 milioni di euro per le prime contro 0,4 milioni di euro per le seconde. Il fatturato mediano delle *users* si attestava a 5,1 milioni di euro contro 0,4 milioni delle *non users*. La letteratura teorica ha evidenziato come l'uso dei derivati tende a essere maggiormente diffuso tra le imprese più grandi perché la complessità della gestione di tali strumenti richiede notevoli conoscenze nel campo finanziario e presenta rilevanti economie di scala; inoltre, l'uso di derivati da parte delle grandi imprese potrebbe essere stimolato dalla maggiore complessità della struttura finanziaria e, più in generale, dell'operatività aziendale.

Confrontando gli indicatori di bilancio delle imprese che facevano utilizzo di derivati nel 2005¹² con quelle censite nel 2010, risulta che queste ultime presentano un fatturato e un attivo di bilancio significativamente superiori. Tale risultato, anche alla luce della riduzione del numero totale di imprese

¹¹ Si è proceduto preventivamente ad eliminare i bilanci giudicati inattendibili in quanto mancanti delle voci relative all'attivo totale o ai ricavi. Non sono inoltre considerate le imprese che risultano segnalate dalle banche in Centrale dei rischi ma non hanno avvalorato in Cerved la voce di bilancio relativa all'indebitamento bancario. I bilanci in Cerved giudicati attendibili sono risultati 560 mila circa su un totale di 653 mila circa.

¹² Per le imprese censite nel 2005 sono stati utilizzati i bilanci relativi all'esercizio 2004.

censite in CR, potrebbe indicare come l'operatività in derivati si sia concentrata, nel corso del quinquennio, tra le imprese di maggiori dimensioni.

Le imprese che utilizzano i derivati risultano avere una maggiore esposizione al rischio di tasso. Nel nostro campione il leverage mediano delle imprese *users*, calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e la somma di patrimonio netto e debiti finanziari, si attesta al 64,5 per cento, contro il 37,2 per cento delle *non users*. Gli oneri finanziari delle imprese *users* si attestano al 24,0 per cento del margine operativo lordo, contro il 2,9 per cento delle *non users*.

La disponibilità di risorse liquide, indicativa del grado di vulnerabilità a oscillazioni dei flussi di cassa connessi all'indebitamento finanziario, si presenta inferiore per le imprese *users* rispetto a quelle *non users*: il *quick ratio*, calcolato come rapporto tra attività liquide e passività a breve termine, si attesta al 3,4 per cento per le prime e al 9,6 per cento per le seconde.

I derivati sono utilizzati prevalentemente per coprire il rischio di tasso sul debito a medio e a lungo termine. Tale motivazione è particolarmente rilevante per le imprese italiane, il cui indebitamento è in larga misura a tasso variabile. L'incidenza del debito con scadenza oltre l'esercizio rispetto all'indebitamento totale si attesta per le imprese *users* al 41,6 per cento, per quelle *non users* al 24,7 per cento.

Per le aziende che utilizzano i derivati l'indebitamento bancario si ragguaglia al 98,2 per cento del totale del debito, contro l'83,5 per cento per quelle che non utilizzano derivati. Tale differenza potrebbe indicare un collegamento tra prestiti bancari e derivati, giustificato dal ruolo prevalente assunto dalla banca nella gestione finanziaria aziendale.

La letteratura ha mostrato che il livello delle spese per investimenti influenza la scelta delle imprese di adoperare strumenti derivati; infatti, le aziende in crescita, con una modesta capacità di autofinanziamento, hanno la necessità di regolare al meglio i flussi finanziari per evitare che le politiche di investimento siano limitate da vincoli finanziari. Al riguardo è stata considerata l'incidenza delle spese in conto capitale sui ricavi netti: per le imprese *users* tale quota si attesta all'1,9 per cento, contro lo 0,7 per cento per le *non users*.

Il livello di redditività più contenuto delle imprese *users* rispetto alle *non users* (ROE rispettivamente pari all'1,6 e al 6,4 per cento) risulta coerente sia con le ipotesi relative al rischio di *financial distress* sia con quelle riguardanti i vincoli sugli investimenti.

Per quanto riguarda l'effetto della struttura impositiva sulla scelta di operare in derivati l'indicatore relativo ai debiti tributari non presenta differenze nei valori mediani tra imprese operanti in derivati e non. Se confrontiamo i valori medi, i debiti tributari risultano maggiori tra le imprese senza posizioni in derivati. Questa evidenza contraddice le previsioni della letteratura circa l'uso dei derivati finalizzato alla stabilizzazione del reddito fiscale, vantaggioso nei regimi fiscali progressivi. Tale risultato potrebbe tuttavia derivare dalla maggiore redditività delle imprese non operanti in derivati.

Per verificare gli effetti dell'operatività commerciale con l'estero nell'uso dei derivati sono stati utilizzati i dati della Centrale dei rischi sui prestiti finalizzati all'*import/export* e su quelli denominati in valuta estera. Le imprese che operano in derivati presentano più frequentemente rispetto alle altre finanziamenti finalizzati all'importazione o esportazione (44,1 per cento contro 6,2 per cento) e in valuta (14,2 per cento contro 1,1 per cento), coerentemente con l'ipotesi secondo cui le imprese con una maggiore attività commerciale verso l'estero sono quelle che presentano una maggiore propensione a stipulare contratti derivati per la copertura dei rischi valutari.

Tav. 2 – Caratteristiche di bilancio delle imprese (1)
(migliaia di euro e valori percentuali; valori mediani)

	Imprese con posizioni in derivati (<i>Users</i>)	Imprese senza posizioni in derivati (<i>Non Users</i>)
Attivo (mgl di euro)	6.663	431
Ricavi netti (mgl di euro)	5.120	385
Roe	1,6	6,4
Oneri finanziari/MOL	24,0	2,9
Debiti bancari/Tot. Debiti	98,2	83,5
<i>Leverage</i>	64,5	37,2
<i>Quick ratio</i>	3,4	9,6
Spese conto capitale/Ricavi netti	1,9	0,7
<i>Debt maturity</i>	41,6	24,7
Debiti tributari/debiti a breve termine	0,0 (media 1,7)	0,0 (media 4,6)
Imprese con finanziamenti per import/export (Centrale dei rischi)	44,1%	6,2%
Imprese con finanziamenti in valuta (Centrale dei rischi)	14,2%	1,1%

Fonte: Centrale dei rischi e Cerved.

(1) Dati relativi al bilancio d'esercizio 2009.

7. Una valutazione dell'esposizione finanziaria in strumenti derivati

L'analisi congiunta di derivati e indebitamento bancario consente di valutare l'entità dell'impegno finanziario connesso con l'assunzione di una posizione in derivati¹³. Il valore intrinseco di una posizione in derivati costituisce tuttavia un debito\credito solo teorico, poiché rappresenta l'ammontare che l'impresa dovrebbe pagare\ottenere solo se decidesse di estinguere il contratto. Va inoltre considerato che tale valore è soggetto a significative variazioni associate all'andamento dei titoli o degli indici sottostanti allo strumento derivato.

L'esposizione in derivati delle imprese del nostro campione in rapporto al valore dell'indebitamento bancario (approssimato dal totale dei crediti per cassa) nel 2010 si attestava mediamente al 4,4 per cento, al 6,1 qualora si considerino esclusivamente i finanziamenti a scadenza. La dispersione di tali valori tra le imprese censite è notevole; in particolare, l'incidenza dei derivati risulta significativamente maggiore per l'ultimo decile della distribuzione (superiore al 7,5 per cento dei finanziamenti; fig. 10a). L'elevata incidenza del valore intrinseco sui finanziamenti in essere potrebbe derivare da un utilizzo dei derivati a fini speculativi, da una scarsa efficacia della strategia di copertura o da andamenti dei mercati particolarmente sfavorevoli.

Le imprese con un'elevata esposizione in derivati sembrerebbero caratterizzate da una maggiore rischiosità. Al crescere del rapporto tra il valore intrinseco dei derivati e il valore dei finanziamenti aumenta la quota di imprese con posizioni classificate ad incaglio da parte di almeno una delle banche

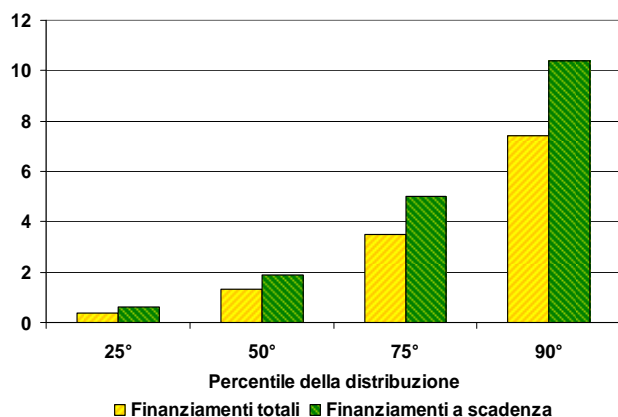
¹³ La posizione debitoria lorda in derivati costituisce una buona approssimazione di quella netta, risultando ampiamente prevalenti le posizioni debitorie per le imprese rispetto a quelle creditorie (cfr. paragrafo 4).

finanziatrici (fig. 10b). Sebbene esposizione in derivati e livello di rischiosità dell'impresa appaiano associati, rimane tuttavia da indagare la direzione di causalità tra i due indicatori.

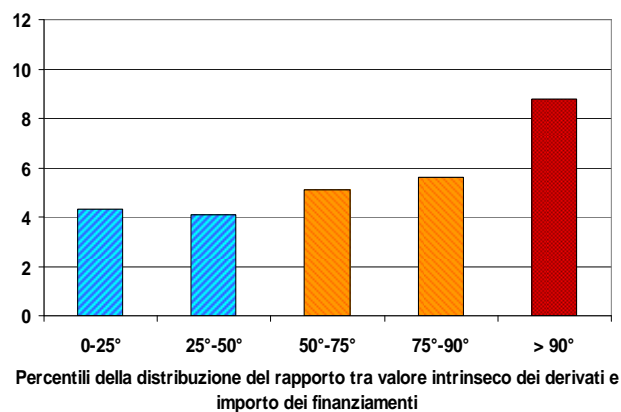
Fig. 10

L'esposizione in derivati e la rischiosità delle imprese (1)
(valori percentuali)

(a) Rapporto tra valore intrinseco dei derivati e importo dei finanziamenti



(b) Quota di imprese incagliate per classe di rapporto tra valore intrinseco dei derivati e importo dei finanziamenti



Fonte: Centrale dei rischi.

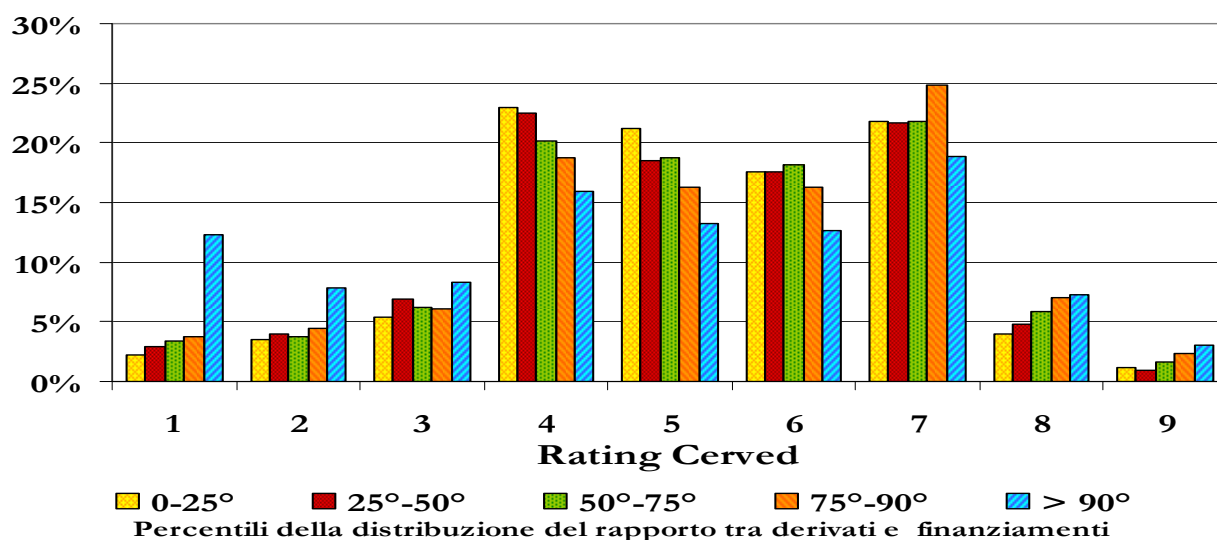
(1) Il valore intrinseco, che è negativo per le imprese, è espresso con segno positivo.

Sulla base delle classi di rischio Cerved relative all'anno precedente rispetto a quello di censimento dell'operatività in derivati (disponibili per oltre 22 mila imprese per il bilancio 2009), l'esposizione in derivati appare maggiore per le imprese che presentano una migliore situazione economico-finanziaria (prime tre classi di *rating*) e per quelle più rischiose (ultime due classi di *rating*; fig. 11). Si potrebbe ipotizzare che per le imprese meno rischiose l'utilizzo dei derivati sia collegato a elevati investimenti, frequenti rapporti con l'estero e una gestione attiva dei rischi finanziari, per le seconde alla necessità di gestire i rischi connessi con situazioni di *financial distress* e con la presenza di vincoli finanziari agli investimenti.

A parità di condizioni economico-finanziarie delle imprese (ovvero per data classe di *rating*), l'incidenza delle imprese incagliate è in genere maggiore tra quelle con una più elevata esposizione in derivati (figura 12).

Fig. 11

Distribuzione dei rating delle imprese per grado di esposizione in derivati (1) (valori percentuali)

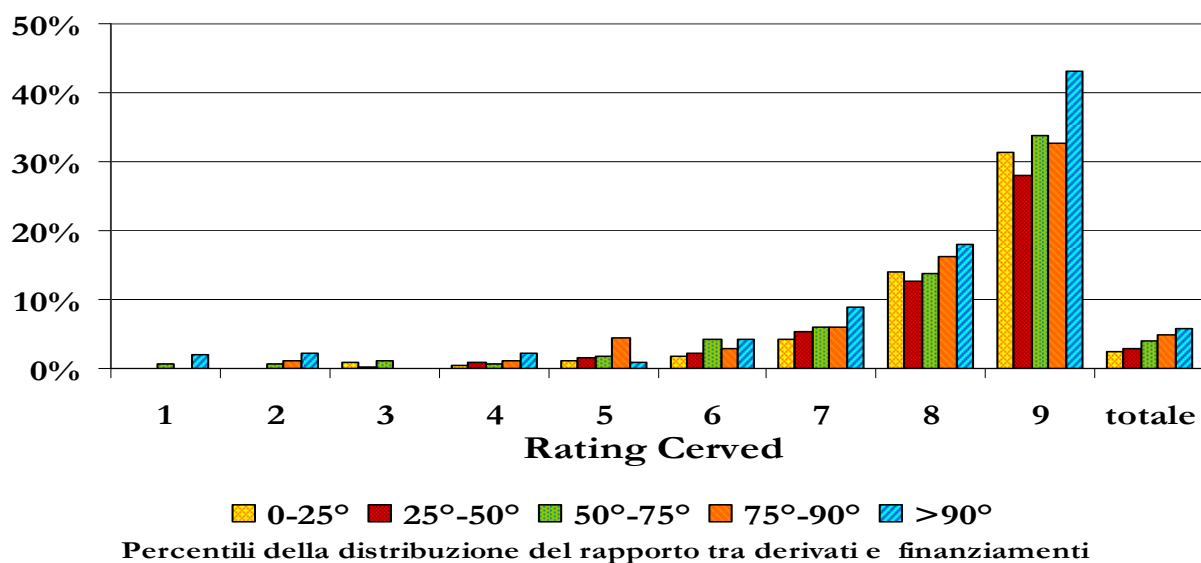


Fonte: Elaborazione su dati Cerved e Centrale dei rischi.

(1) Per ciascuna classe di esposizione in derivati (rappresentata da un intervallo di valori del rapporto tra la posizione in derivati e i finanziamenti) l'istogramma mostra la distribuzione dei rating (classi di rischio Cerved).

Fig. 12

Quota di imprese con crediti incagliati per rating e grado di esposizione in derivati (1) (valori percentuali)



Fonte: Elaborazione su dati Cerved e Centrale dei rischi.

(1) Per ciascuna classe di esposizione in derivati (rappresentata da un intervallo di valori del rapporto tra la posizione in derivati e i finanziamenti) e per ciascun rating l'istogramma mostra la quota di imprese con crediti incagliati.

8. Rapporti tra banche e imprese: relazioni di finanziamento e operatività in derivati

L'operatività in derivati è molto più concentrata rispetto a quella creditizia: mediamente ciascuna impresa con posizioni in derivati opera su tali strumenti con 1,2 banche, mentre le stesse imprese ricevono finanziamenti mediamente da 5,2 banche. La banca principale detiene una quota del 97 per cento sul totale dei derivati dell'impresa, mentre il primo istituto finanziatore eroga mediamente il 63 per cento dei prestiti bancari complessivi.

Le imprese tendono a operare in derivati con le banche da cui ricevono una quota rilevante di finanziamenti. Le banche controparti in derivati forniscono mediamente il 42 per cento dei prestiti, contro il 14 per cento delle altre banche finanziatrici. Se la banca che eroga la maggior parte dei prestiti offre anche derivati all'impresa, la quota dei finanziamenti offerti da tale banca si attesta al 71 per cento contro il 56 per cento nei casi in cui la banca principale non è controparte in derivati (tav. 3). La maggiore rilevanza delle banche controparti in derivati in termini di quota dei crediti erogati è confermata anche se si controlla per la dimensione della banca.

Da un punto di vista qualitativo i finanziamenti erogati dalle banche operanti in derivati presentano delle differenze rispetto a quelli delle altre banche. In particolare, i finanziamenti a scadenza rappresentano l'87 per cento del totale nel primo caso, contro il 71 per cento nel secondo. Allo stesso modo, tra le banche che offrono derivati risultano più diffusi i finanziamenti per *import/export* (21 per cento, contro 17 per cento delle altre banche) e i finanziamenti in valuta (5 per cento, contro 3 per cento). La maggiore incidenza tra le banche che operano in derivati dei finanziamenti a scadenza (che indicano una potenziale maggiore esposizione delle imprese ai rischi di variazioni dei tassi di interesse) e di quelli per *import/export* e in valuta (indicativi di una potenziale esposizione ai rischi di variazioni dei tassi di cambio) indicherebbe una forte complementarità dell'attività in derivati rispetto alla tradizionale attività di finanziamento.

Tav. 3 – Caratteristiche dei rapporti tra banche e imprese operanti in derivati (1)
(valori percentuali)

	Banche controparti in derivati	Banche non controparti in derivati
Quota finanziamenti della banca principale	71,2	55,7
Finanziamenti a scadenza sul totale erogato	86,9	71,2
Frequenza finanziamenti per import/export	20,9	17
Frequenza finanziamenti in valuta	5,3	3,1
Quota dei derivati stipulati con la banca principale	96,6	-
Quota dei prestiti erogati dalla banca principale	71,2	55,7

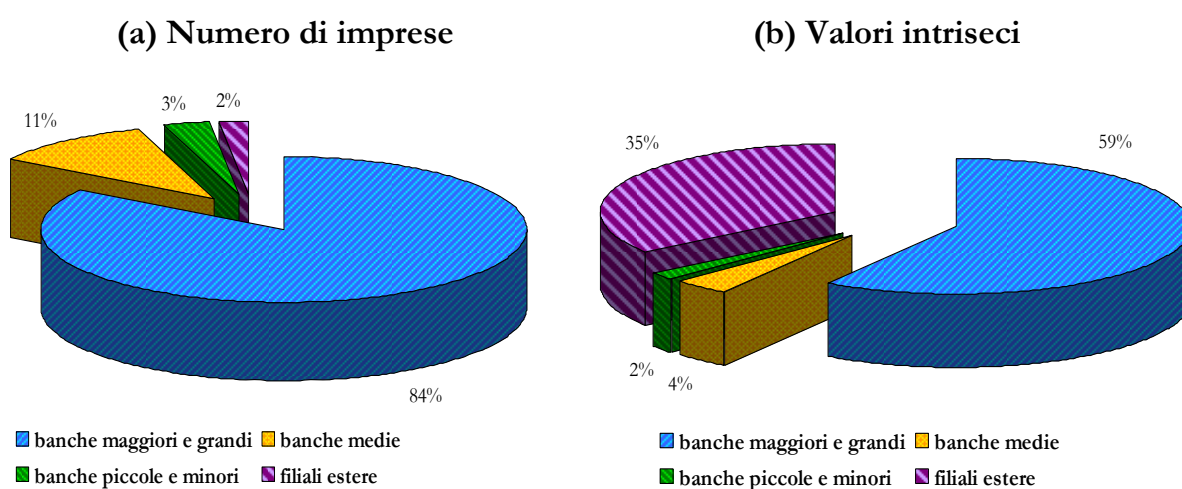
Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Dati relativi alle imprese con posizioni in derivati nel 2010.

Alcune aziende hanno invece in essere contratti derivati con banche da cui non ricevono finanziamenti. Si tratta di un numero limitato di imprese rispetto al totale di quelle che operano in derivati (circa il 3 per cento). Tali imprese evidenziano tuttavia un importo mediamente elevato del valore intrinseco dei derivati (0,9 milioni a settembre 2010). Ciò potrebbe essere imputabile alla scelta delle imprese operanti in misura significativa in derivati di rivolgersi a un intermediario specializzato, dal quale possono ottenere anche condizioni economiche migliori. Questi tipi di rapporti si caratterizzano per un peso significativamente più rilevante delle filiali di banche estere, che rappresentano oltre un terzo del totale dei valori intrinseci (fig. 13). Si tratta principalmente di soggetti specializzati nell'operatività in derivati riconducibili a grandi gruppi bancari, anche con capogruppo italiana.

Fig. 13

Distribuzione per classe dimensionale delle banche che operano in derivati con l'impresa pur non finanziandola
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.

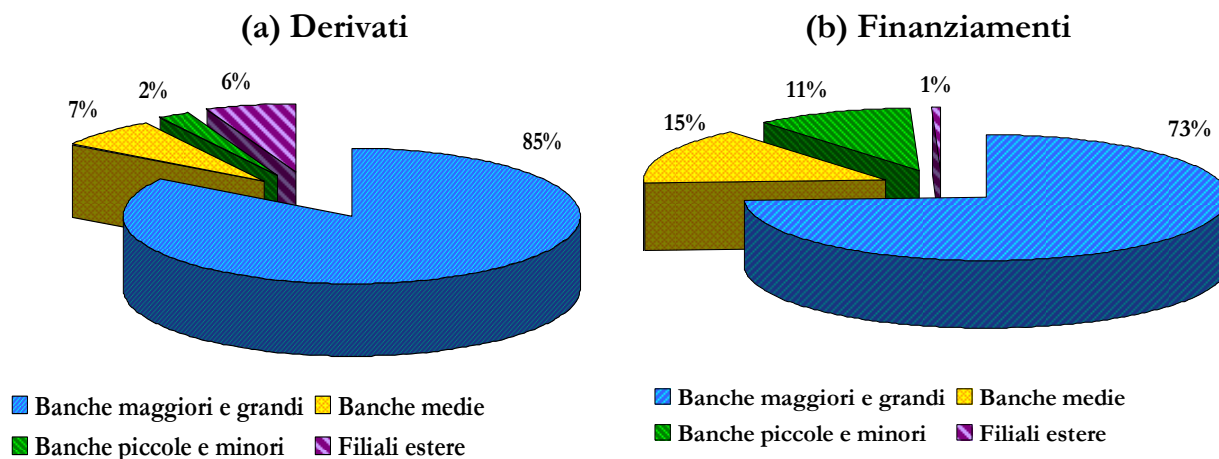
L'operatività in derivati con le imprese è molto più diffusa tra le banche di maggiori dimensioni. Il 73 e il 67 per cento delle banche rispettivamente maggiori e grandi¹⁴ ha operato in derivati con le imprese nel corso del 2010. Tale quota risulta lievemente inferiore (65 per cento) per gli intermediari di medie dimensioni e significativamente più contenuta per le banche piccole e minori (rispettivamente il 45 e il 17 per cento). Solo il 5 per cento delle filiali di banche estere opera in derivati con le imprese.

Il ruolo dei grandi intermediari nell'offerta di derivati alle imprese è maggiore di quello ricoperto nell'attività di finanziamento. Alle banche maggiori e grandi fa capo in media circa l'85 per cento dei derivati delle imprese e il 73 per cento dei finanziamenti (fig. 14)¹⁵. Alle banche medio-piccole (medie, piccole e minori) fa capo il 9 per cento dei valori intrinseci, contro il 26 per cento dei finanziamenti. Le filiali di banche estere risultano marginali per quanto riguarda i finanziamenti (1 per cento) mentre presentano una quota più elevata dei valori intrinseci dei derivati (6 per cento).

¹⁴ Per la classificazione dimensionale delle banche si fa riferimento alla classificazione della Banca d'Italia che prevede la suddivisione in banche maggiori, grandi, medie, piccole e minori.

¹⁵ Le quote dei valori intrinseci e dei finanziamenti per categoria dimensionale della banca sono state calcolate esclusivamente per le imprese che nel corso del 2010 risultavano operare in derivati.

Quote per classe dimensionale della banca
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.

L'esame di alcuni indicatori di bilancio delle banche conferma che l'operatività in derivati con le imprese è in genere complementare all'attività creditizia. Gli intermediari che operano in derivati con le imprese si caratterizzano per una maggiore incidenza dei crediti sull'attivo (il valore mediano per gli esercizi 2008-09 è pari al 75 per cento) rispetto a quelle non operanti in derivati (60 per cento; tav. 4). Tale differenza, seppur in misura variabile, è presente in tutte le categorie dimensionali di intermediari. Per contro, tra le banche che operano in derivati, il *fair value* degli stessi rappresenta una quota modesta dell'attivo.

In termini di conto economico le banche che operano in derivati con le imprese evidenziano una più contenuta incidenza della componente tradizionale di reddito: l'incidenza del margine di interesse sul margine di intermediazione risulta in media di quasi 6 punti percentuali inferiore rispetto a quella delle banche che non hanno posizioni in derivati con le imprese. L'apparente contraddizione, tra una maggiore incidenza dei crediti sull'attivo e una minore quota del margine di interesse sul margine di intermediazione, potrebbe derivare dalla più evoluta gamma di servizi offerti dagli intermediari operanti in derivati con le imprese, che produrrebbe maggiori ricavi commissionali nei servizi di pagamento, di rilascio di garanzie, di supporto alle operazioni societarie e di finanza aziendale.

I proventi lordi dell'operatività in derivati delle banche si attestano, nel biennio considerato, al 3,8 per cento del margine di intermediazione, risultando peraltro modesti in termini netti (0,3 per cento). La contenuta incidenza dei proventi netti sul margine di intermediazione indicherebbe che l'operatività in derivati con le imprese verrebbe "pareggiata" con operazioni simmetriche concluse con altri intermediari.

Tav. 4 – Le banche e l'operatività in derivati. Indicatori di bilancio.
(valori percentuali)

	Banche operative in derivati con le imprese	Banche non operative in derivati con le imprese
Crediti su totale attivo	74,5	60,1
Derivati su totale attivo	0,1	-
Margine di interesse su margine di intermediazione	74,5	80,2
Proventi netti derivati su margine di intermediazione	0,3	-
Proventi lordi derivati su margine di intermediazione	3,8	-

Fonte: Segnalazioni di vigilanza.

9. Conclusioni

Il lavoro ha analizzato l'operatività in derivati delle imprese non finanziarie italiane, un aspetto della gestione dei rischi finanziari finora poco indagato dalla letteratura per la carenza di dati disponibili.

Rispetto alla precedente letteratura, l'utilizzo della base informativa di Centrale dei rischi ha consentito di estendere l'analisi alle imprese di dimensioni medie e piccole tra le quali l'utilizzo di derivati è abbastanza diffuso.

Le imprese per cui era stata rilevata nel corso del 2011 un'esposizione in derivati erano oltre 42 mila, con un'esposizione alla fine del periodo di circa 7,4 miliardi di euro. Rispetto al 2005, anno della prima rilevazione in CR, il numero delle imprese censite si è ridotto mentre è aumentata la loro esposizione media. Le imprese utilizzano principalmente contratti *swap* per gestire i rischi derivanti da variazioni dei tassi di interesse e, in misura minore, del tasso di cambio; queste due tipologie di rischio sono connesse rispettivamente all'indebitamento finanziario e all'operatività commerciale con l'estero. Le imprese che utilizzano i derivati sono concentrate nelle aree economicamente più sviluppate del paese e operano tipicamente nei settori che richiedono elevati investimenti.

L'esame dei dati di bilancio relativi a circa 22 mila imprese con posizioni in derivati e presenti nella banca dati Cerved ha consentito di confermare per le imprese italiane la validità degli assunti della letteratura teorica su motivazioni e caratteristiche delle imprese che effettuano operazioni in derivati. Le imprese *users* risultano significativamente più grandi di quelle *non users*, sia in termini di attivo sia di fatturato. Esse evidenziano inoltre una maggiore esposizione ai rischi finanziari connessi con un elevato indebitamento, una più elevata incidenza degli oneri finanziari sui margini reddituali, minori livelli di liquidità e redditività. Le imprese *users* si caratterizzano anche per la maggiore dipendenza dal canale di finanziamento bancario e per una più pronunciata propensione a investire e a indebitarsi a medio e a lungo termine. Le imprese *users* fanno anche un utilizzo più frequente di finanziamenti in valuta e finalizzati all'attività commerciale con l'estero, che possono implicare il ricorso a derivati per la copertura del rischio di cambio. Non sono state invece trovate conferme circa l'ipotesi della letteratura teorica sull'utilizzo dei derivati per la stabilizzazione del reddito fiscale.

Tra le imprese *users* è maggiore la quota dei soggetti con posizioni classificate a incaglio o con basso rating Cerved. Le difficoltà finanziarie delle imprese tendono inoltre a essere maggiori all'aumentare dell'esposizione in derivati; resta da chiarire la direzione di causalità tra utilizzo dei derivati e condizioni finanziarie di stress delle imprese. L'analisi dell'efficacia dell'attività di copertura dai rischi finanziari attraverso l'utilizzo di strumenti derivati merita ulteriori approfondimenti.

L'analisi congiunta delle caratteristiche dei rapporti di credito tra banche e imprese e dell'operatività in derivati ha evidenziato come quest'ultima risulti significativamente più concentrata rispetto all'attività di finanziamento, in termini sia di numero di banche per impresa sia di rilevanza della banca principale. L'inquadramento dell'operatività in derivati nell'ambito dei complessivi rapporti tra banca e impresa ha evidenziato come le banche controparti in derivati rappresentino spesso dei partner finanziari particolarmente rilevanti per le imprese.

Le banche che operano in derivati sono in media più grandi di quelle che svolgono solo l'attività creditizia. L'attività di finanziamento delle imprese e quella in derivati tendono a essere tra loro complementari.

Bibliografia

- ABI, La gestione del rischio nelle piccole e medie imprese e negli enti locali (2005).
- Aretz K., Bartram S.M. e Dufey G., Why hedge? Rationales for corporate hedging and value implications. *The Journal of Risk Finance*, 8, 434-449.
- Barton J. (2001), Does the Use of Financial Derivatives Affect Earnings Management Decisions? *The Accounting Review*, 76, 1-26.
- Bartram S.M., Brown G.W. e Conrad J. (2009), The Effects of Derivatives on Firm Risk and Value. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Bartram S.M., Brown G.W. e Fehle F. (2009), International Evidence on Financial Derivatives Usage, *Financial Management*, 38, 185-206.
- Bazzana F. e Potrich M. (2002), Il risk management delle medie imprese del Nord Est: risultati di un'indagine. *Working Paper*. Alea.
- Bison G., Pelizzon L. e Sartore D. (2002), La copertura dei rischi finanziari nelle imprese non finanziarie italiane attraverso gli strumenti derivati, *Moneta e Credito*, 217, 2002.
- Bodnar G. M., Consolandi C., Gabbi G., Jaiswal-Dale A. (2008), A Survey on Risk Management and Usage of Derivatives by Non-Financial Italian Firms. *Working Paper*. Università Bocconi.
- Bodnar G.M., Hayt G.S., Marston R.C. e Smithson C.W. (1995), Wharton Survey of Derivatives Usage by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, 24, 104-114.
- Bodnar G.M., Hayt G.S. e Marston R.C. (1998), 1998 Wharton Survey of Financial Risk Management by U.S. Non-Financial Firms. *Financial Management*, 27, 70-91.
- Borokhovic K.A. et al. (2004), Board Composition And Corporate Use Of Interest Rate Derivatives. *Journal of Financial Research*, 27, 199-216.
- Caselli S. (2001), Il comportamento finanziario delle piccole e medie imprese. *Working Paper*. Università Bocconi.
- El-Masry A.A. (2003), A Survey of Derivatives Use by UK Nonfinancial Companies. *Working Paper*. Manchester Business School.
- Frasca F.M. (2004), Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di strumenti finanziari derivati, testimonianza del Direttore Centrale dell'Area Vigilanza creditizia e Finanziaria della Banca d'Italia presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati.
- Geczy C., Minton B.A. e Schrand C. (1997), Why Firms Use Currency Derivatives? *Journal of Finance*, 52, 1323-1334.
- Graham J. R. e Rogers D.A. (2002), Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives. *Journal of Finance*, 57, 815-839.
- Guay W.R. (1999), The impact of derivatives on firm risk: An empirical examination of new derivative users. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 319-351.
- Guay W.R. e Kothari S.P. (2003), How Much Do Firms Hedge with Derivatives. *Journal of Financial and Economics*, 70, 423-461.
- Haushalter G.D. (2000), Financing Policy, Basis Risk and Corporate Hedging: Evidence from Oil and Gas Producers. *Journal of Finance*, 55, 107-152.
- Judge A. (2006), Why and How UK Firms Hedge?. *European Financial Management*, 12, 407-441.
- Mengle D. (2010), The value of a new swap, *ISDA Research Notes*.

- Mian S. (1996), Evidence on Corporate Hedging Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 1-14.
- Modigliani F. e Miller M.H. (1958), The Cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48.
- Nguyen H. e Faff (2007), Are Financial Derivatives Really Value Enhancing? Australian Evidence. *Working Paper*. Deakin University.
- Nguyen H. e Mensah M.O. e Fan Y. (2007), Derivative Instruments and Their Use for Hedging by U.S. Non-Financial Firms: A Review of Theories and Empirical Evidence. *Journal of Applied Business and Economics*, 7, 35-57.
- Saccomanni F. (2007), Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati, Audizione del D.G. della Banca d'Italia presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati.
- Smith C. D. (2006), Hedging using Derivatives: A Study of Non-Financial Firms in the UK. *Working Paper*. MA Risk Management.
- Smith C.W. e Stulz R.M. (1985), The Determinants of Firms' Hedging Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 4.
- Stulz R. M. (2004), Should We Fear Derivatives? *Journal of Economic Perspective*, 18, 273-291.
- Stulz R. M. (1996), Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, 8-24.
- Tezzon M. (2007), Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati, Audizione del D.G. della CONSOB presso la Commissione Finanze della Camera dei Deputati.
- Tufano P. (1996), Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry, *Journal of Finance*, 51, 1097-1137.
- Vickery J. (2008), How and why do small firms manage interest rate risk? *Journal of Financial Economics*, 87.
- Yosano T. e Lantara W.N. (2010), Bank-Firm Relationship and the Use of Derivatives in Japan. *Working Paper*. Kobe University.