



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Gli assetti proprietari nelle banche
e negli intermediari finanziari italiani

di Stefania Gallo e Ilaria Petrarca

Giugno 2024

Numero

849



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Gli assetti proprietari nelle banche
e negli intermediari finanziari italiani

di Stefania Gallo e Ilaria Petrarca

Numero 849 – Giugno 2024

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.

GLI ASSETTI PROPRIETARI NELLE BANCHE E NEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI ITALIANI

di Stefania Gallo* e Ilaria Petrarca *

Sommario

Gli assetti proprietari influiscono sulla governance di banche e intermediari finanziari e possono avere riflessi sulla stabilità finanziaria. Grazie alla costruzione di un nuovo dataset, il lavoro illustra la dinamica degli assetti proprietari in Italia tra il 2016 e il 2021 per un campione di banche e intermediari finanziari quotati e non quotati. L'analisi evidenzia la presenza di un aumento del numero di azionisti con partecipazioni che superano la soglia di comunicazione al mercato o all'Autorità di vigilanza, con una quota rilevante di investitori stranieri; per le banche di maggiori dimensioni, tuttavia, rimane elevata la quota di capitale rappresentata da partecipazioni sotto soglia. L'esistenza di un rapporto di controllo, di diritto o di fatto, è più frequente tra gli intermediari finanziari che tra le banche. La presenza degli investitori istituzionali si è consolidata nel tempo: in particolare, gli istituzionali tradizionali partecipano prevalentemente nelle banche maggiori e quelli alternativi nelle altre banche. Si osserva infine una crescente presenza del medesimo partecipante in due o più intermediari, anche se il fenomeno della *common ownership* appare in ogni caso poco diffuso.

Classificazione JEL: G21, G23, G32, G34, L14.

Parole chiave: assetti proprietari, banche, intermediari finanziari, investitori istituzionali, fondazioni bancarie, *common ownership*.

DOI: 10.32057/0.QEF.2024.0849

* Banca d'Italia.

1. Introduzione

La struttura proprietaria di banche e intermediari finanziari influenza la combinazione rischio-rendimento dei rispettivi portafogli¹. Studi sul governo delle banche considerano la concentrazione degli assetti proprietari e la natura dell'azionista (Iannotta et al., 2007), individuando profili di *performance* differenziati tra le strutture proprietarie delle banche italiane (Bianchi et al., 1998)². Il legame tra struttura proprietaria, rischio e rendimento si riflette nella disciplina degli assetti proprietari con l'obiettivo primario di evitare che dall'acquisizione o dalla detenzione di partecipazioni rilevanti derivi un pregiudizio alla sana e prudente gestione³ e in una regolamentazione che determina le modalità della *corporate governance* (Forestieri e Onado, 1998). Di recente sono divenuti oggetto di analisi anche la relazione tra la struttura proprietaria delle banche, l'efficacia della regolamentazione prudenziale e il contributo al rischio sistemico (Laeven e Levine, 2009; Díez-Esteban et al., 2022). Tuttavia, gli studi empirici forniscono indicazioni non univoche per le banche europee (Cardillo et al., 2022; Saghi et al., 2018 e 2023). Particolare interesse ha suscitato la presenza contestuale dei medesimi investitori in più società operanti nello stesso mercato e la possibilità che questi possano prevalere nell'azionariato, la cosiddetta "*common ownership*". Le implicazioni di questo fenomeno hanno potenziali ricadute sulla concorrenza, la capitalizzazione di mercato e la stabilità finanziaria (Banal-Estañol et al., 2022; Saghi et al., 2023).

Il presente studio analizza gli assetti proprietari delle banche e degli intermediari finanziari in Italia con riferimento alla: (i) concentrazione della proprietà e modelli di controllo; (ii) categorie di azionisti che detengono partecipazioni superiori alle soglie per gli obblighi segnaletici e di comunicazione, ivi compresi i legami partecipativi tra banche e intermediari finanziari; (iii) *common ownership*. La relazione tra l'assetto proprietario e il profilo di rischio degli intermediari, le implicazioni per la stabilità finanziaria, la performance e la competitività non rientrano nello scopo del presente studio.

L'analisi è stata condotta grazie alla costruzione di un nuovo dataset che integra i dati dell'archivio sugli assetti proprietari delle aziende quotate (reso disponibile da Consob) e quelli della segnalazione

¹ Si ringraziano Emilia Bonaccorsi Di Patti, Raffaele D'Anna, Vito De Giorgio e Gianmaria Marano per tutti i preziosi suggerimenti e Paolo Fiorenzuolo per il contributo ai grafici della sezione 3.5.

² La letteratura ha indagato la relazione tra la struttura proprietaria e gli indicatori di redditività del capitale proprio e del capitale investito, la rischiosità dell'attività creditizia, la disponibilità di risorse patrimoniali, la differenziazione dei ricavi, l'efficienza operativa e il potere di mercato, affiancando per le banche quotate a questi indicatori "di mercato" legati all'andamento dei corsi azionari e le politiche di dividendo.

³ Disposizioni della Banca d'Italia in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari, 2022.

Libro Soci della Banca d'Italia. In esso sono disponibili informazioni sulla struttura proprietaria di un campione di banche e intermediari finanziari non bancari nel periodo tra il 2016 e il 2021.

Le informazioni quantitative sono state integrate con quelle qualitative acquisite con un questionario sottoposto agli analisti di vigilanza della Banca d'Italia, che ha permesso di acquisire ulteriori evidenze e valutazioni sui fenomeni d'interesse.

L'analisi rileva un trend di crescita della presenza di azionisti con partecipazioni che superano le soglie prestabilite per la comunicazione al mercato o all'Autorità di vigilanza (definiti "partecipanti sopra soglia")⁴, sia con riguardo al numero di intermediari (banche e intermediari finanziari) sia al peso dei soggetti partecipati sul totale del sistema (in termini di totale attivo, misurabile per le sole banche). L'ampia maggioranza dei partecipanti sopra soglia è residente in Italia. La presenza degli investitori stranieri, in misura preponderante residenti in paesi diversi da quelli dell'area dell'euro, è diffusa in tutto il sistema e in particolare nelle banche quotate. L'esistenza di controllo, di diritto o di fatto, è più frequente tra gli intermediari finanziari che tra le banche e, per queste ultime, ricorre prevalentemente tra quelle meno significative secondo la classificazione ai fini della vigilanza⁵. Per le banche di maggiori dimensioni è mediamente elevata la percentuale di capitale rappresentata da partecipazioni inferiori alla soglia di segnalazione.

Gli investitori istituzionali sono la categoria di partecipante più frequente tra i soggetti quotati; tale evidenza è coerente con le informazioni raccolte dagli analisti di vigilanza circa le partecipazioni qualificate acquisite nel periodo 2016-2022. Gli investitori istituzionali si presentano in una grande varietà di forme (Çelik e Isaksson 2013). Il presente studio fa riferimento a due grandi categorie di investitori istituzionali emerse in letteratura e che non corrispondono a quelle regolamentari: quelli "tradizionali" che comprendono fondi pensione, fondi di investimento tradizionali e compagnie di assicurazione; quelli "alternativi", ossia gli hedge fund e i fondi di private equity. I dati mostrano che gli investitori istituzionali tradizionali sono tra i maggiori azionisti delle banche più grandi; di conseguenza, essi partecipano in banche che rappresentano una quota significativa dell'attivo di sistema. Gli investitori istituzionali alternativi, invece, sono maggiormente presenti nelle banche più piccole.

Alla diffusione degli investitori istituzionali si associa la crescente presenza del medesimo partecipante in due o più intermediari; tuttavia, il fenomeno della *common ownership* è circoscritto a pochissimi soggetti i cui partecipanti comuni hanno un peso prevalente nell'azionariato.

⁴ Si rimanda a al paragrafo 2.2.1 per un riepilogo delle soglie.

⁵ Banche i cui attivi non superano i 30 miliardi di euro e che non hanno né rilevanza sistemica né significative attività transfrontaliere.

Nel periodo considerato sono intervenuti cambiamenti, normativi e non, che hanno inciso sugli assetti proprietari.

Il primo è la riforma delle banche popolari,⁶ che ha obbligato quelle con attivo superiore agli otto miliardi di euro di trasformarsi in società per azioni entro il 2016. A seguito della riforma 3 delle 11 banche interessate hanno continuato a operare sul mercato come soggetti individuali e 2 come un unico intermediario in seguito a una fusione societaria⁷; soltanto una ha mantenuto un azionariato frammentato e senza partecipanti sopra soglia.

Il secondo cambiamento è stato l'autoriforma delle fondazioni bancarie⁸, che ha fissato un limite alla partecipazione di questi soggetti nelle banche a massimo un terzo del patrimonio della fondazione, incentivando la diversificazione degli investimenti. La presenza delle fondazioni bancarie nell'azionariato, diffusa in un insieme eterogeneo di banche, non mostra una significativa riduzione negli anni considerati; essa infatti è rimasta stabile a livello aggregato poiché le partecipazioni maggiori non hanno mai superato il limite di concentrazione⁹.

Infine, durante la pandemia di COVID-19 non si sono registrati impatti sulla struttura proprietaria di banche e intermediari finanziari, anche tenuto conto dell'abbassamento temporaneo delle soglie introdotto da Consob nel 2020-2021¹⁰.

Il documento è organizzato come segue. Il capitolo 2 presenta la metodologia d'analisi; il capitolo 3 illustra le principali evidenze emerse dai dati e le mette in relazione con le risposte ai questionari. Infine, la sezione 4 riporta le considerazioni conclusive.

⁶ D.L. 3/2015, convertito con L. 33/2015.

⁷ Delle restanti: due sono state acquistate da altri gruppi bancari italiani, una da un gruppo bancario straniero, una è stata sottoposta a risoluzione, due sono state liquidate. Per dettagli vedere Annex II.

⁸ Protocollo di intesa firmato il 22 aprile 2015 dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e dall'Associazione di Fondazioni e Casse di Risparmio.

⁹ Si veda Riquadro C.

¹⁰ Ai sensi del comma 2-bis dell'art. 120 del TUF la Consob può prevedere soglie inferiori per gli obblighi di comunicazioni per un limitato periodo di tempo e per società ad azionariato particolarmente diffuso. Un regime temporaneo di trasparenza rafforzata è stato introdotto dal 9 aprile 2020 al 13 aprile 2021 per alcune società italiane quotate non controllate di diritto; le soglie di comunicazione da parte degli investitori sono state ridotte dal tre all'uno per cento per la generalità delle imprese e dal cinque al tre per cento per le piccole e medie imprese. L'abbassamento della soglia non ha avuto un impatto significativo sui trend di segnalazione, poiché le segnalazioni tra il due e il tre per cento sono un numero trascurabile. Si rimanda a al paragrafo 2.2.1 per un riepilogo delle soglie.

2. Metodologia d'analisi

2.1 Perimetro

L'analisi considera un campione¹¹ di banche e intermediari finanziari definito tenendo conto della qualità dei dati disponibili, dell'eterogeneità dei soggetti inclusi e della rappresentatività del sistema.

In primo luogo sono incluse tutte le banche quotate, indipendentemente dalla classificazione in termini di significatività ai fini di vigilanza. L'apertura al mercato dei capitali rappresenta un fattore decisivo per gli assetti proprietari e in linea teorica per la contendibilità del controllo¹²; la qualità dei dati disponibili per questi soggetti è migliore in ragione degli obblighi regolamentari di *disclosure*¹³.

In secondo luogo, sono state valutate separatamente le banche non quotate significative ai fini di vigilanza ("SI") e quelle meno significative ("LSI").

Le quattro SI non quotate sono state escluse dall'analisi a seguito di una valutazione individuale: due sono banche che sono state liquidate nel 2017; due sono capogruppo di gruppi bancari cooperativi, escluse per le specificità del modello mutualistico¹⁴.

Tra le LSI non quotate è incluso nell'analisi un sotto insieme di soggetti selezionati sulla base della rappresentatività in termini di totale attivo, forma giuridica (sono state sempre escluse le banche di credito cooperativo) ed *expert judgement*¹⁵.

Sotto il profilo della forma giuridica, sulla base dei criteri descritti, la selezione include sette banche popolari interessate dalla riforma del 2015, tra le quali cinque SI quotate e due LSI, di cui una quotata¹⁶.

Infine, sono state escluse le filiazioni italiane di banche estere, ovvero le banche italiane consolidate ai fini prudenziali da una banca straniera. Sebbene si tratti di un sottoinsieme il cui peso sul sistema è cresciuto nel periodo, un'analisi degli assetti proprietari di questi soggetti richiederebbe di considerare basi dati diverse da quelle qui utilizzate e potrebbe essere oggetto di uno specifico approfondimento¹⁷.

¹¹ Il campione è rappresentativo del sistema e è stata valutata come scelta più efficiente, rispetto all'universo, per la costruzione del dataset (*infra*). La lista delle banche incluse nel perimetro è nell'Annex I.

¹² Un efficace funzionamento del mercato del controllo societario rappresenta uno degli obiettivi fondamentali della disciplina degli emittenti. Per un approfondimento in prospettiva storica delle caratteristiche del mercato italiano del controllo societario si rimanda ad Aganin e Volpin (2005).

¹³ La norma cardine è l'art. 119 del Testo Unico della Finanza che definisce l'ambito di applicazione delle disposizioni in materia di assetti proprietari di cui agli Articoli 120 e successivi cui si fa ampio riferimento nel testo (*infra*).

¹⁴ Si rimanda all'Annex II A per i dettagli.

¹⁵ Si rimanda all'Annex II B e II C per i dettagli. Gli analisti di vigilanza hanno collaborato al processo di selezione.

¹⁶ Si rimanda all'Annex II D per i dettagli.

¹⁷ Inoltre, l'opportunità e l'utilità di tale analisi sarebbe massimizzata se la stessa potesse beneficiare di qualche forma di coordinamento all'interno dell'SSM.

La selezione degli intermediari finanziari non bancari ha richiesto una valutazione più articolata poiché questi rappresentano un insieme numeroso di soggetti eterogenei quali società finanziarie, società di gestione del risparmio, imprese di investimento, istituti di pagamento e di moneta elettronica nonché gruppi di società cui appartengono due o più operatori delle tipologie elencate¹⁸. Diversamente dalle banche, inoltre, la quotazione sui mercati azionari è meno frequente e non rappresenta un criterio prioritario di selezione; non è infrequente, tuttavia, che l'emittente quotato sia azionista di controllo di un intermediario finanziario: in tal caso sono analizzate le informazioni regolamentate sugli assetti proprietari disponibili relative alla società controllante¹⁹.

Sono stati esclusi gli intermediari non bancari consolidati in gruppi bancari o assicurativi allo scopo di indirizzare l'analisi sulla rilevanza delle interconnessioni – ai fini della stabilità finanziaria – tra operatori al di fuori dei gruppi. Tra questi sono stati considerati i maggiori, a fronte di una valutazione basata su indicatori di significatività specifici a ciascuna tipologia di intermediario²⁰:

- Società di gestione: sono state incluse quelle di maggiori dimensioni – misurate in termini di volume delle masse gestite – e il cui modello di business ha un focus sui fondi caratterizzati da un minor grado di liquidità rispetto agli altri fondi comuni di investimento, c.d. fondi alternativi.
- Imprese di investimento: sono state selezionate alcune fra quelle che non rientrano nella categoria di imprese di investimento piccole e non interconnesse ai sensi del regolamento EU/2019/2033 relativo ai requisiti prudenziali delle imprese di investimento.
- Società finanziarie: è stato fatto un focus su intermediari che svolgono attività di riscossione dei crediti ceduti, verifica e monitoraggio della rispondenza dell'operazione al prospetto informativo in operazioni di cartolarizzazione dei crediti ex L. 130/1999 (“servicing”) ovvero che sono attivi come acquirenti di crediti deteriorati sui mercati secondari di credito. Il peso relativo delle società finanziarie selezionate è misurato in termini di interessi e commissioni attive.

¹⁸ La presente analisi si riferisce a gruppi di intermediari finanziari indipendentemente dal consolidamento ai fini prudenziali. La lista degli intermediari finanziari inclusi nel perimetro è nell'Annex III.

¹⁹ Esistono infatti dei casi in cui un intermediario non quotato è partecipato integralmente da una società intermediario quotata che non è un soggetto vigilato.

²⁰ Tutti gli intermediari analizzati sono quindi di derivazione c.d. non bancaria. In termini di quota di mercato a fine 2021: le società di gestione selezionate rappresentavano il 37% al netto delle quote detenute da intermediari appartenenti a gruppi; le imprese di investimento tra il 50 e il 100%, sulla base dei criteri per i livelli di attività definiti dal regolamento EU/2019/2033; per le finanziarie il 70% al netto delle quote detenute da intermediari pubblici o appartenenti a gruppi bancari italiani; gli istituti di pagamento e di moneta elettronica il 71% dei volumi operativi totali.

- Istituti di pagamento e di moneta elettronica: selezione basata sui volumi operativi (definiti come la somma delle transazioni con carta di debito e credito), operazioni su conti correnti e di trasferimento di fondi e altri servizi di pagamento.

Il campione risultante, come mostrato in Tabella 1, si compone di oltre sessantacinque soggetti. Le variazioni osservate sono la conseguenza di ingressi e uscite dal sistema (nuove costituzioni, liquidazioni, concentrazioni).

Tabella 1. Campione d’analisi

<i>(unità)</i>	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Totale	68	68	65	66	67	66
Banche	37	37	37	37	37	35
Intermediari finanziari	31	31	28	29	30	31

Fonte: elaborazioni interne

2.2 Il dataset: fonti e definizioni

2.2.1 Fonti dati

Le principali fonti informative sugli assetti proprietari sono l’Archivio sulla trasparenza societaria gestito da Consob e la segnalazione Libro Soci di Banca d’Italia. Entrambe includono informazioni sulle partecipazioni che superano una soglia minima definita dalla normativa.

L’Archivio Consob adotta la definizione di “partecipazione rilevante” ai fini degli obblighi di comunicazione ex art. 120 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (“TUF”). Ai sensi di tale articolo, l’obbligo di comunicazione settimanale delle variazioni delle partecipazioni rilevanti detenute sussiste in capo all’investitore che superi, direttamente o tramite società controllate, la soglia del tre per cento per le imprese a capitalizzazione medio-alta²¹ o del cinque per cento per le imprese a bassa capitalizzazione classificate come piccole e medie²².

La segnalazione Libro Soci, disponibile dal 2016, rileva con frequenza annuale l’acquisizione di partecipazioni superiori al due per cento del capitale o dei diritti di voto dell’impresa vigilata²³.

²¹ Fino al 2016 la soglia era fissata al 2 per cento.

²² La disciplina generale di trasparenza ordinaria prevede esenzioni dall’informativa sugli assetti proprietari, cfr. Tabella 2.

²³ Sono escluse le banche popolari e le banche di credito cooperativo; cfr, Disposizioni della Banca d’Italia in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari, 2022, Parte VI.

In Libro Soci compare esclusivamente l'informazione sui partecipanti (diretti) al capitale; diversamente, Archivio Consob fornisce l'informazione sul soggetto posto al vertice della catena partecipativa, ossia colui in capo al quale è posto l'obbligo di comunicazione²⁴.

Tabella 2. Soglie di partecipazione

Soglia minima di partecipazione	Partecipazioni segnalate Libro Soci) e partecipazioni qualificate		Partecipazione rilevante (Archivio Consob)	
	Autorizzazione preventiva ²⁵	Comunicazione raggiungimento o riduzione	Comunicazione raggiungimento o riduzione	Commenti
1%	na	na	✓	Regime temporaneo 2020-21
2%		✓		
3%			✓	Salvo partecipazioni detenute da <i>asset manager</i> ²⁶
5%			✓	Soglia iniziale di comunicazioni partecipazioni detenute da <i>asset manager</i>
10%	✓		✓	
15%		✓	✓	
20%	✓		✓	
25%		✓	✓	
30%	✓		✓	
35, 40, 45 %		✓	✓	
50%	✓		✓	
Influenza notevole/controllo	✓			

Fonte: elaborazioni interne. Nota: Nella tabella sono omesse le soglie Consob per le piccole e medie imprese, irrilevanti per la presente analisi.

A complemento dei dati provenienti dall'archivio Consob e dal Libro soci, ulteriori informazioni sono state raccolte per mezzo di un questionario sottoposto agli analisti di vigilanza competenti per i soggetti inclusi nel perimetro dell'analisi. Il questionario si compone di 16 domande a risposta multipla. Alcune sono di carattere generale, sull'esistenza di controllo e sulla stabilità dell'assetto proprietario; altre sono relative alle categorie di investitori; due domande, infine, riguardano le sole banche popolari. Agli analisti è stato altresì chiesto di indicare l'evoluzione, in un orizzonte temporale

²⁴ Questa differenza ha impatti, per esempio, sulla nazionalità del partecipante.

²⁵ Ai sensi dell'art. 19 del Testo Unico Bancario ("TUB") sussistono obblighi autorizzativi per le partecipazioni qualificate eccedenti la soglia del 10, 20, 30 o 50 per cento dei diritti di voto o del capitale e in caso di influenza notevole, ossia il potere di partecipare alla determinazione delle politiche finanziarie e operative dell'impresa vigilata senza averne il controllo.

²⁶ In attuazione del mandato contenuto nell'art. 120, comma 4, lettera d-quater) del TUF, la Consob ha esonerato gli asset manager e i gestori di fondi alternativi quali private equity e venture capital dall'obbligo ordinario di comunicazione relativo alla soglia iniziale e ha previsto, invece, un obbligo di comunicazione per le partecipazioni superiori al cinque per cento.

allineato con quello dell'analisi, del punteggio SREP riferito al profilo governance quale giudizio sintetico assegnato alla funzionalità dei sistemi di governo societario.

2.2.2 Rapporti di controllo

L'Archivio Consob fornisce l'indicazione circa l'esistenza di una relazione di controllo ex art. 93 del TUF. Tale articolo richiama le fattispecie di controllo basate su una partecipazione di maggioranza assoluta ("di diritto") o relativa ("di fatto") ex art. 2359 del Codice Civile e prevede, inoltre:

- le ipotesi del controllo in virtù di un contratto o di una clausola statutaria che attribuisca, indipendentemente dalla quota di partecipazione, il diritto di esercitare un'influenza dominante (art. 93, comma 1, lettera a);
- il caso in cui esista un soggetto in grado di esercitare un'influenza dominante sull'assemblea ordinaria sulla base di accordi con altri soci (art. 93, comma 1, lettera b).

Un'analoga indicazione non compare in Libro Soci circa l'esistenza di una relazione di controllo ai sensi dell'art. 23 del TUB. Le informazioni per le società non quotate sono state ricostruite a partire dalle quote di partecipazione segnalate in Libro Soci, opportunamente integrate con le risposte ai questionari fornite dagli analisti di vigilanza. Le informazioni provenienti dall'Archivio Consob e quelle raccolte tramite questionario sono direttamente confrontabili e forniscono indicazioni coerenti tra di loro²⁷.

2.2.3 Categorie di partecipanti

La normativa non definisce una tassonomia degli azionisti. Il Rapporto Annuale sul Governo Societario di Consob identifica l'azionista di controllo in uno di quattro settori: famiglie, Stato ed enti locali, istituzioni finanziarie e misto.

Allo scopo del presente studio si è scelto di definire una classificazione più granulare²⁸ da applicare a tutti gli investitori titolari di partecipazioni sopra soglia ("partecipanti"), declinata in:

1. Stato, enti locali e società pubbliche
2. Fondazioni di origine bancaria
3. Famiglie e persone fisiche (incluso società che gestiscono e amministrano patrimoni familiari)

²⁷ Emerge un unico caso di parziale disallineamento tra la classificazione del controllo ai sensi della disciplina finanziaria e quella bancaria. Nel dataset è stata riportata l'informazione Consob.

²⁸ Per definire tale classificazione si tenuto conto anche di quella seguita dall' OCSE, pur discostandosene in parte, si veda De La Cruz et al., 2019.

4. Altre banche
5. Imprese industriali e *holding*
6. Investitori istituzionali alternativi, ossia del tipo *private equity* e altri fondi di investimento alternativo
7. Investitori istituzionali tradizionali, ossia diversi da quelli alternativi.

In particolare, sulla base delle indicazioni della letteratura, gli investitori istituzionali sono stati ulteriormente distinti in “tradizionali” e “alternativi”: la prima categoria comprende fondi pensione, fondi di investimento e compagnie di assicurazione; la seconda gli hedge fund e i fondi di private equity (Çelik e Isaksson 2013). Questa scelta tiene in considerazione le possibili diverse strategie d’investimento perseguite dai due tipi di investitori istituzionali e permette una classificazione funzionale ai fini dell’analisi che non implica una sovrapposizione tra la categoria qui individuata e quella regolamentare dei fondi alternativi. Gli alternativi infatti perseguono solitamente obiettivi di investimenti più redditizi, ma di breve periodo; al contrario, i tradizionali sono associati a strategie di medio-lungo termine e partecipano in società incluse nei principali indici azionari²⁹.

3. Risultati dell’analisi

3.1 Segnalazione e concentrazione degli assetti proprietari

Il dataset contiene informazioni relative alle partecipazioni sopra le soglie riportate nella tabella 2 (“partecipazioni sopra soglia”) alla data di fine dicembre nel periodo 2016-2021³⁰. Il panel non è bilanciato in quanto le informazioni sono disponibili solo quando in una partecipata esiste almeno un partecipante con partecipazioni sopra soglia, situazione che può non verificarsi in tutti gli anni³¹.

Come mostra la Tabella 4, le partecipate con almeno un partecipante con partecipazioni sopra soglia aumentano nel tempo, e nel 2021 rappresentano il 95 per cento del campione considerato³². Oltre un terzo del campione segnala almeno un partecipante con partecipazioni estero, con le banche stabilmente intorno al 50 per cento; per gli intermediari finanziari si osservano percentuali inferiori e un trend decrescente negli ultimi due anni.

²⁹ Si rimanda al lavoro di Fichtner et al., 2017.

³⁰ La segnalazione Libro Soci è entrata in produzione nel 2016 e i dati relativi a fine 2022 non sono ancora disponibili.

³¹ Vedere Annex IV per l’elenco delle partecipate. È stato deciso di escludere il soggetto dal dataset quando non è sopra soglia in quanto in quel caso non sappiamo se esso è presente con una partecipazione inferiore alla soglia di comunicazione ovvero è uscito dalla compagine azionaria.

³² Non si osservano incrementi delle segnalazioni in concomitanza del regime temporaneo previsto dalla CONSOB tra il 2020 e il 2021. Elaborazioni disponibili su richiesta.

Tabella 4. Composizione del dataset

<i>(unità,%)</i>	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banche e Intermediari finanziari (“campione”)	68	68	65	66	67	66
con partecipanti sopra soglia (“dataset”)	53	58	62	64	63	63
	78%	85%	95%	97%	94%	95%
con partecipanti sopra soglia esteri (“dataset”)	21	26	27	28	25	23
	31%	38%	42%	42%	37%	35%
Banche (“campione”)	37	37	37	37	37	35
con partecipanti sopra soglia (“dataset”)	30	32	34	35	34	32
	81%	86%	92%	95%	92%	91%
con partecipanti sopra soglia esteri (“dataset”)	17	18	20	19	19	18
	46%	49%	54%	51%	51%	51%
Intermediari finanziari (“campione”)	31	31	28	29	30	31
con partecipanti sopra soglia (“dataset”)	23	26	28	29	29	31
	74%	84%	100%	100%	97%	100%
con partecipanti sopra soglia esteri (“dataset”)	4	8	7	9	6	5
	13%	26%	25%	31%	20%	16%

Fonte: elaborazioni interne

La Tabella 5 mostra che il 77 per cento dei partecipanti è residente in Italia, con un peso percentuale maggiore negli intermediari (87 per cento) rispetto alle banche (68 per cento). La banca mediana mostra due investitori domestici per partecipata per anno e un investitore estero; questa proporzione è rispecchiata nella mediana delle due distribuzioni separate di banche e intermediari finanziari (si veda la colonna “Mediana”, righe bianche relative ai panel b. e c.). La distribuzione dei partecipanti sopra soglia è più ampia per i domestici che gli esteri; i primi infatti sono al massimo 12 nelle banche e 10 negli intermediari, mentre i secondi sono al massimo 7 nelle banche e 5 negli intermediari.

Tabella 5. Partecipanti sopra soglia, 2016- 2021

	Obs.	Media	Mediana	Dev. Std.	Min	Max
a. Banche e intermediari	1.183	3,05	2	2,21	1	12
Investitori domestici	901 (77%)	2,96	2	2,2	1	12
Investitori esteri	282 (23%)	1,92	1	1,14	1	7
b. Banche	675	3,07	2	2,21	1	12
Investitori domestici	459 (68%)	2,81	2	2,09	1	12
Investitori esteri	216 (32%)	1,86	1	1,18	1	7
c. Intermediari	508	3,02	1	2,2	1	10
Investitori domestici	442 (87%)	3,11	2	2,3	1	10
Investitori esteri	66 (13%)	1,7	1	1,01	1	5

Fonte: elaborazioni interne

La Tabella 6 illustra le quote di partecipate con almeno un partecipante estero. Meno di un quinto delle partecipate non quotate ha almeno un partecipante sopra soglia estero (13% nel 2021); in quelle quotate la presenza di esteri interessa una percentuale maggiore, seppur sempre al di sotto del 30 per cento (24% nel 2021).

Tabella 6. Partecipate con almeno un partecipante estero

(%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Quotati	25%	29%	27%	28%	27%	24%
Banche	21%	22%	23%	20%	22%	21%
Intermediari	4%	7%	5%	8%	5%	3%
Non quotati	15%	16%	16%	16%	13%	13%
Banche	11%	9%	10%	9%	8%	8%
Intermediari	4%	7%	6%	6%	5%	5%
Totale	40%	45%	44%	44%	40%	37%

Fonte: elaborazioni interne

Quanto alla composizione degli investitori in base alla nazionalità, il Grafico seguente mostra, all'inizio e al termine dell'orizzonte temporale dell'analisi, il peso relativo di quelli domestici rispetto ai residenti in paesi SSM e in paesi terzi. La prevalenza degli investitori domestici potrebbe risultare sovrastimata in ragione dei limiti delle basi dati utilizzate³³.

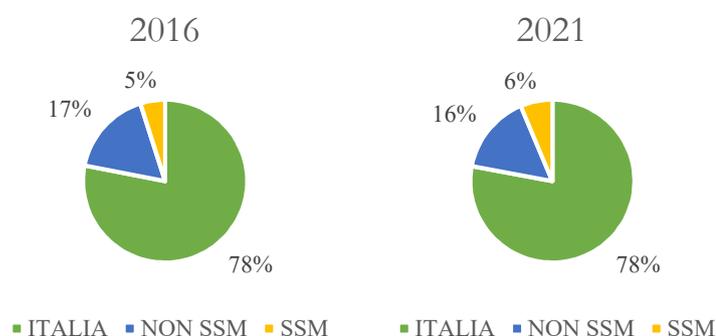
Dal Grafico 1 risulta che gli investitori di paesi terzi hanno un peso relativo maggiore, rispetto a quelli dei paesi SSM, e stabile nel tempo; tale evidenza è riscontrata per l'intero campione e per le banche³⁴.

33 Cfr. nota 25.

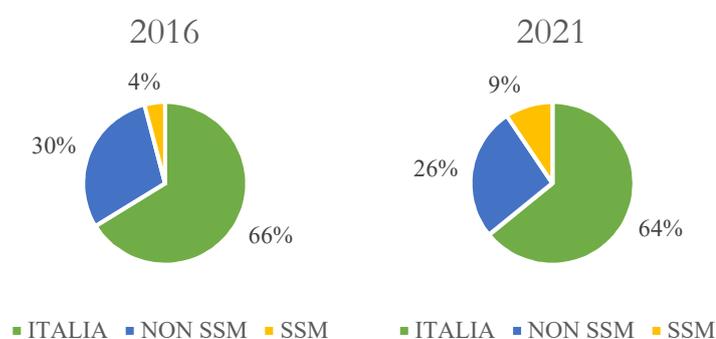
34 Nel periodo 2016-21 si è registrato un aumento del peso sul sistema delle banche controllate da gruppi SSM, le quali sono tuttavia escluse dal nostro campione in quanto controllate da soggetti non quotati in Italia e non soggetti a obblighi di segnalazione sulla compagine azionaria verso la Banca d'Italia.

Grafico 1. Nazionalità degli investitori

a) Totale campione



b) Banche

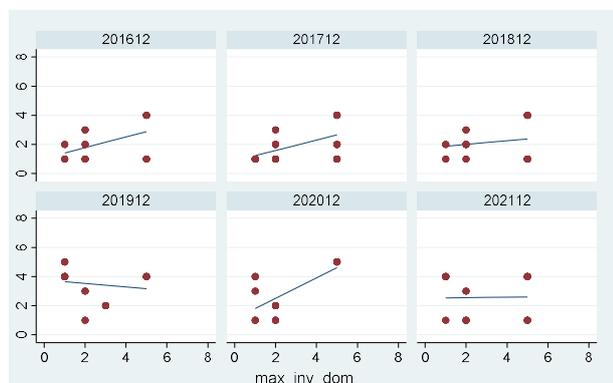


A livello teorico non ci sono argomenti a supporto di una polarizzazione dell'azionariato esclusivamente sulla base della nazionalità dell'investitore (e non anche della tipologia), ossia incentivi e costi dovrebbero essere simili – *ceteris paribus*. La correlazione tra partecipate con partecipanti sopra soglia domestici e/o esteri rimane dunque una questione empirica. Questa relazione è illustrata nel Grafico 2. La natura discreta delle variabili sugli assi concentra molte osservazioni in pochi punti, ma la correlazione non è univoca nel periodo considerato e addirittura cambia segno negli anni centrali: un numero più elevato di partecipanti domestici è correlato a un numero più elevato di partecipanti esteri tra il 2017 e il 2018, ma la relazione diventa negativa nel 2019, positiva di nuovo nel 2020 e piatta nel 2021.

Questa evidenza è coerente con la Tabella 6 e rivela un trend di espansione delle basi azionarie sopra soglia nei primi anni, grazie anche all'ingresso di partecipanti esteri nel sistema; negli ultimi anni questo trend ha tuttavia subito un arresto³⁵.

³⁵ Questo studio non ha analizzato statisticamente le determinanti dell'aumento, ma si rileva a livello descrittivo che l'aumento è concentrato nelle banche quotate.

Grafico 2. Numero di investitori sopra soglia esteri (in ascissa) e domestici (in ordinata), partecipate quotate

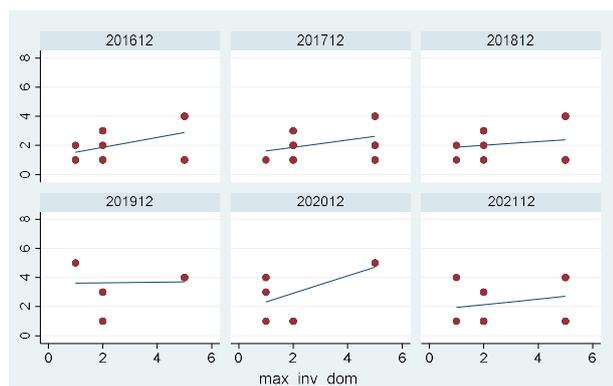


Nota: ciascun punto rappresenta un intermediario. La retta di interpolazione indica la presenza di correlazione bivariata positiva, negativa o nulla.

Fonte: elaborazioni interne

Nelle sole banche, come mostra il Grafico 3, la correlazione appare debole nei primi anni e marcata nel 2020, a rafforzare quanto osservato in precedenza³⁶.

Grafico 3. Numero di investitori sopra soglia esteri (in ascissa) e domestici (in ordinata), solo banche quotate



Nota: ciascun punto rappresenta un intermediario. La retta di interpolazione indica la presenza di correlazione bivariata positiva, negativa o nulla.

Fonte: elaborazioni interne

³⁶ Questa correlazione potrebbe essere oggetto di analisi più approfondite volte a stimare l'attrattività delle banche italiane nei confronti degli investitori esteri, anche in considerazione del fatto che la riforma delle banche popolari del 2015 era volta a favorire gli investimenti aprendo le banche al mercato dei capitali.

Per le banche è possibile confrontare la concentrazione degli assetti proprietari con l'attivo di bilancio (Tabella 7). Partecipanti sopra soglia sono presenti in banche che rappresentano oltre il 75 per cento del sistema, per lo più in SI che segnalano 3 investitori sopra soglia.

Tabella 7. Concentrazione degli investitori, quota di attivo del sistema bancario

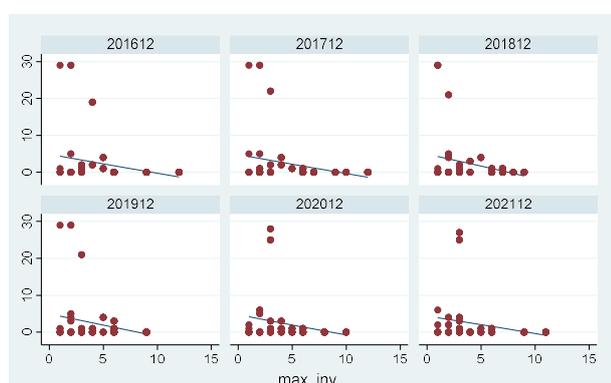
(%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banche nel perimetro dell'analisi	76%	78%	79%	80%	79%	79%
di cui: con partecipanti sopra soglia	66%	74%	74%	77%	77%	76%
<i>1 investitore</i>	1%	5%	1%	3%	3%	8%
<i>2 investitori</i>	5%	7%	32%	13%	11%	6%
<i>3 investitori</i>	34%	53%	32%	51%	57%	60%
<i>4 investitori</i>	21%	7%	3%	1%	4%	0%
<i>5 o più investitori</i>	5%	2%	6%	9%	2%	2%

Fonte: elaborazioni interne

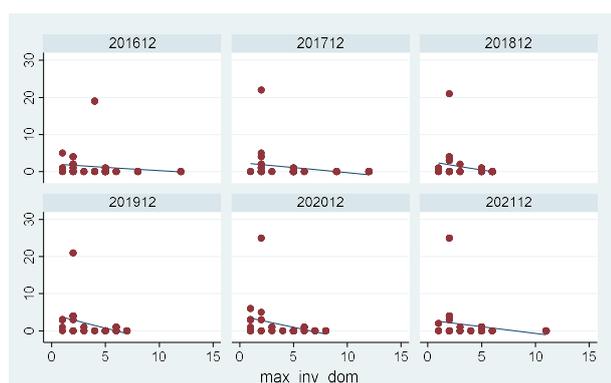
In condizioni ordinarie, più è grande una banca maggiore sarà l'investimento richiesto per assumere una partecipazione sopra soglia e ci si attende una correlazione negativa tra la dimensione della partecipata e il numero di partecipanti. Il Grafico 4(a) conferma questa relazione, che rimane robusta se si considerano separatamente gli investitori domestici e quelli stranieri (Grafico 4b e Grafico 4c).

Grafico 4. Investitori sopra soglia e quota attivo del sistema bancario

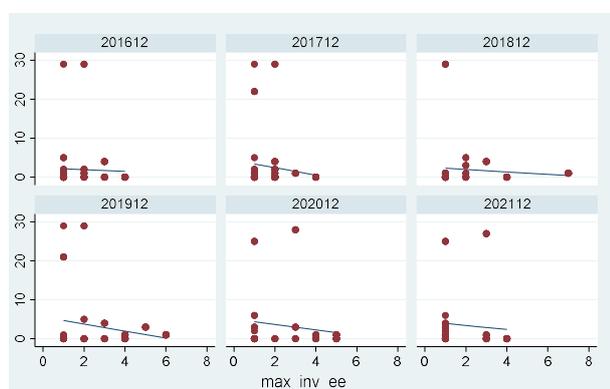
a) *Tutti gli investitori sopra soglia*



b) Investitori sopra soglia domestici



c) Investitori sopra soglia esteri



Nota: ciascun punto rappresenta un intermediario. La retta di interpolazione indica la presenza di correlazione bivariata positiva, negativa o nulla.

Fonte: elaborazioni interne

La quota di capitale rappresentata da partecipazioni sotto la soglie di segnalazione è riportata in Tabella 8³⁷. Essa è elevata per le banche significative (Tabella 9), per la maggior parte delle quali la proprietà risulta frammentata³⁸.

³⁷ In Tabella 4 si riportano il numero e la percentuale di intermediari con partecipazioni “sopra soglia” rispetto al campione di analisi considerato; tale dato non è da confondere con il dato presentato in Tabella 8, che è il complemento a uno rispetto al totale delle percentuali di partecipazione segnalate in ciascuna data. Per esempio, nel 2021 in media il 64% dell’azionariato delle banche significative non risulta sottoposto a regime di trasparenza in quanto gli azionisti che rappresentano questo 64% – che siano essi nel campione d’analisi o meno – detengono una partecipazione sotto soglia.

³⁸ Tale evidenza rappresenta un input per futuri approfondimenti mirati che potrebbero sfruttare dataset ulteriori, assemblati, ad esempio, utilizzando piattaforme di ricerca che forniscono analisi delle partecipazioni degli investimenti gestiti.

Tabella 8. Partecipazioni non sottoposte a regime di trasparenza: valori medi

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banche significative	69%	57%	63%	63%	62%	56%	64%
Banche meno significative		29%	24%	23%	24%	29%	27%
Intermediari non bancari		42%	35%	31%	28%	29%	20%

Fonte: elaborazioni interne, media semplice

Tabella 9. Partecipazioni non sottoposte a regime di trasparenza: banche significative

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banco BPM			97%	91%	90%	90%	95%
Banca Popolare di Sondrio	94%	100%	100%	100%	94%	94%	90%
Unicredit	80%	84%	87%	89%	87%	87%	86%
Finecobank					80%	80%	82%
Intesa Sanpaolo	71%	78%	80%	85%	80%	81%	80%
Mediobanca	74%	83%	83%	80%	79%	80%	78%
BPER Banca	98%	86%	80%	79%	74%	71%	72%
Banca Monte dei Paschi di Siena	86%	28%	24%	24%	24%	28%	32%
Banca Mediolanum	27%	34%	30%	30%	34%	34%	24%
Credito Emiliano	23%	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Banca Carige	72%	71%	53%	58%	10%	10%	8%
Media	69%	57%	63%	63%	62%	56%	64%

Fonte: elaborazioni interne, media semplice

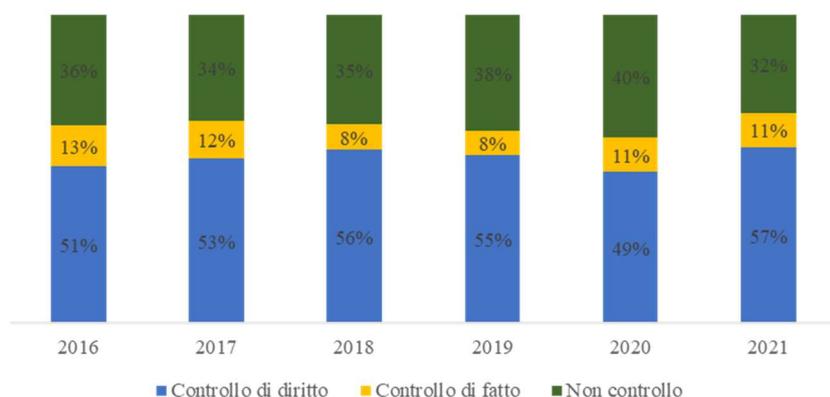
3.2 Rapporti di controllo

Il Grafico 5 mostra che è più frequente osservare il controllo rispetto all'assenza dello stesso. In particolare, il controllo “di diritto” è aumentato nel tempo, mentre quello “di fatto” è stabile³⁹. Si nota che poco più di un terzo degli intermediari non è soggetto a controllo a fine 2021⁴⁰.

³⁹ Si rimanda al paragrafo 2.2.2 Rapporti di controllo per le definizioni utilizzate.

⁴⁰ La tipologia del controllo tramite patto parasociale non è mai identificata nelle fonti, per approfondimenti si rimanda Riquadro A.

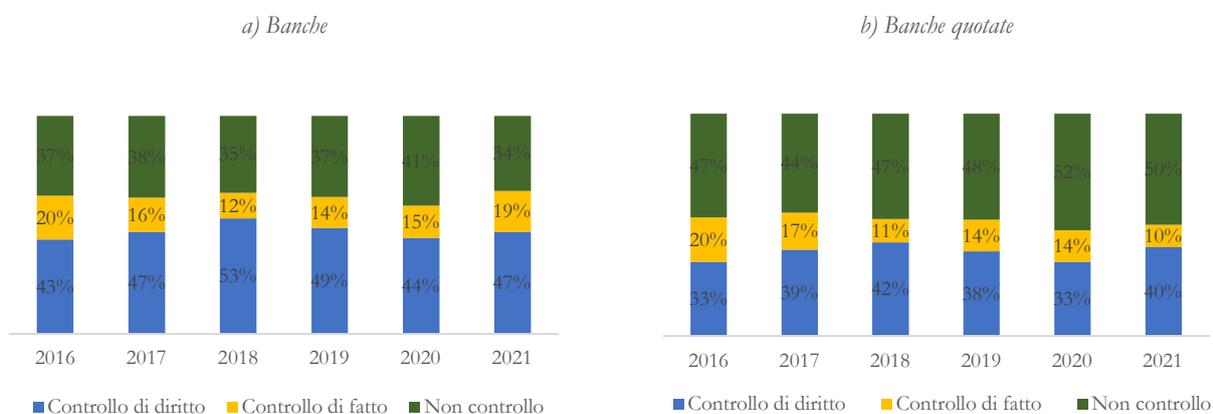
Grafico 5. Rapporti di controllo



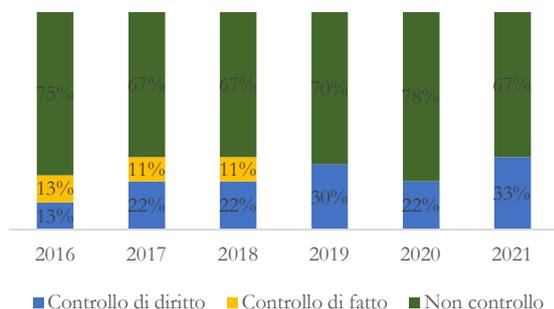
Fonte: elaborazioni interne

Il Grafico 6 mostra che ricorre una relazione di controllo per la maggioranza delle banche (66% del campione e 50% delle quotate nel 2021), Per le banche SI del campione, che sono tutte quotate, il caso più frequente è però quello dell'assenza di controllo.

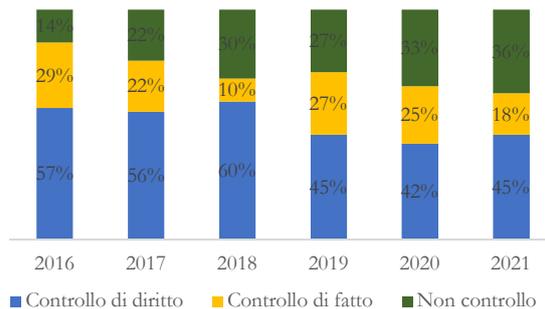
Grafico 6. Rapporti di controllo per categorie di banche



c) Banche quotate SI



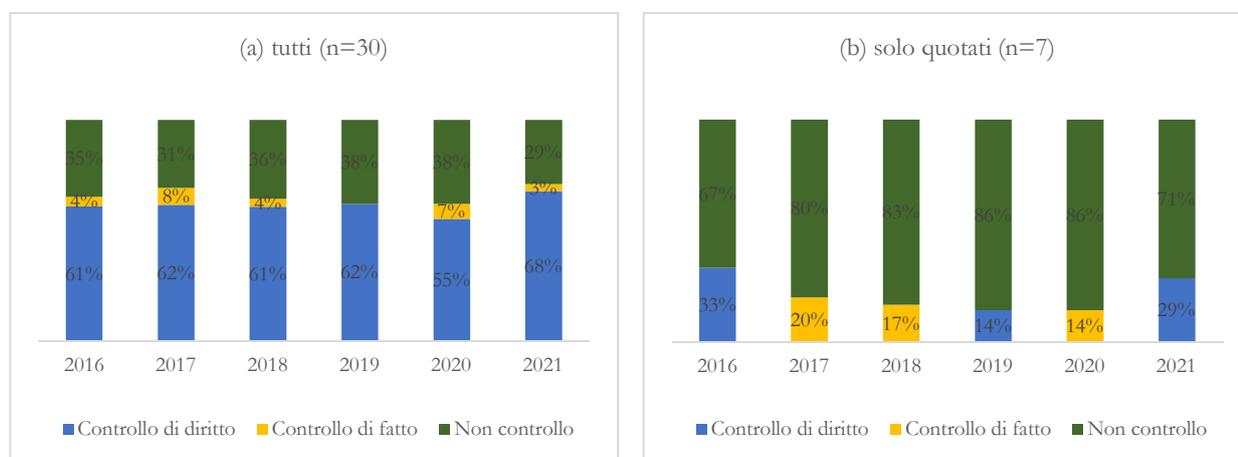
d) Banche quotate LSI



Fonte: elaborazioni interne

Dal Grafico 7 si vede che sono interessati da una relazione di controllo di diritto la maggioranza assoluta degli intermediari finanziari (68% nel 2021), mentre solo un terzo degli stessi non è controllato (29% nel 2021); tale proporzione si inverte se si considerano solo gli intermediari quotati.

Grafico 7. Rapporti di controllo per categorie di intermediari finanziari

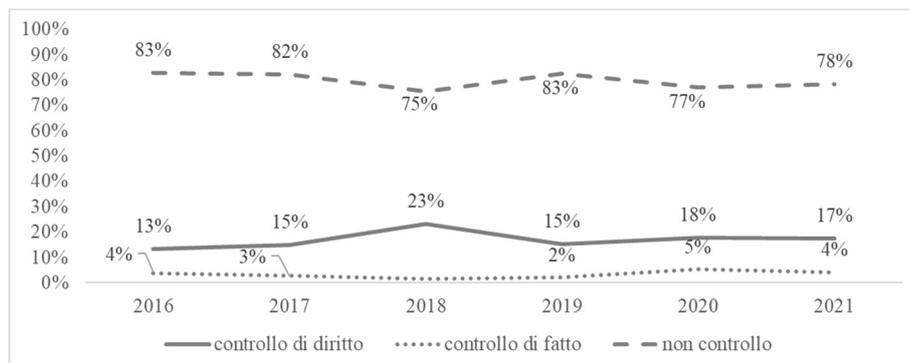


Fonte: elaborazioni interne

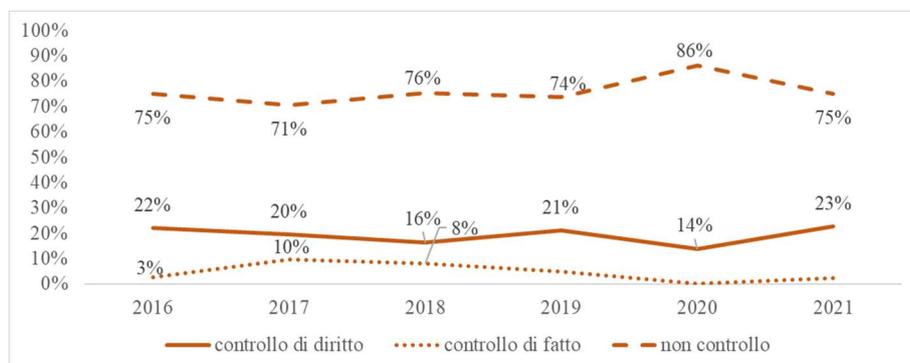
Se si considera il fenomeno del controllo dalla prospettiva dei partecipanti (Grafico 8), la maggioranza di questi, sia domestici che esteri, non è azionista di controllo. Le rette tratteggiate, infatti, sono posizionate più in alto nel grafico rispetto alle altre. In generale si può dire che le quote dei controllanti sono rimaste sostanzialmente stabili nel tempo, molto al di sotto di quelle dei non controllanti, e che non si rilevano dinamiche di rafforzamento del controllo associato alle partecipazioni azionarie.

Grafico 8. Partecipanti e controllo

a) Domestici



b) Esteri



Fonte: elaborazioni interne

La Tabella 8 presenta le quote di attivo bancario focalizzandosi sulla nazionalità del primo azionista e sul rapporto di controllo con la partecipata. La quota maggiore dell'attivo di sistema è rappresentata da banche il cui primo azionista non controlla (circa il 30% se domestico e circa il 35% se estero). Nei casi in cui ricorre il controllo di diritto, il primo azionista è quasi sempre un investitore domestico. Questa evidenza appare coerente con le evidenze del Grafico 6, nonché con quanto emerso dal questionario sottoposto agli analisti di vigilanza, che indica che la presenza di un azionista di controllo è più frequente nelle LSI, la cui rilevanza in termini di attivo di bilancio è limitata sul totale attivo del sistema bancario.

Tabella 10. Quota di attivo nelle banche per primo azionista: domestici vs esteri

(%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Primo azionista domestico	37%	39%	39%	37%	37%	40%
Controllo di diritto	3%	7%	7%	8%	3%	8%
Controllo di fatto	1%	1%	1%	0%	0%	0%
Non controllo	33%	31%	32%	29%	33%	32%
Primo azionista estero	29%	35%	35%	40%	40%	36%
Controllo di diritto	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Controllo di fatto	0%			0,2%	0,2%	
Non controllo	29%	35%	35%	40%	40%	36%

Fonte: elaborazioni interne, nota: le somme possono non fare il totale per via degli arrotondamenti

Riquadro A. Il fenomeno dei patti parasociali nelle banche quotate

Consob rende disponibili le informazioni relative ai patti parasociali degli emittenti secondo il regime di pubblicità previsto dall'art. 122, comma 1, del TUF (per dettagli si rimanda all'Annex V).

L'esistenza di accordi tra soci può rappresentare una circostanza decisiva per accertare l'esistenza di una relazione di controllo. La Tabella A.1 mostra che il fenomeno parasociale continua a essere rilevante per le banche italiane; tuttavia, la Tabella A.2 suggerisce che non c'è nessun caso di controllo tramite patto parasociale sia nelle banche SI che LSI.

Tabella A.1 Frequenza del fenomeno parasociale banche quotate 2015-2021

(unità)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banche quotate (fine anno)	19	19	19	20	22	21	20
Patti parasociali ex art 122 TUF	9	13	9	12	11	9	9

Fonte: elaborazioni interne. Nota: I patti tra il fondo di private equity azionista di maggioranza di BFF Banca e ciascuno degli amministratori azionisti di minoranza della banca, in essere negli anni 2018, 2019 e 2020, sono contati una sola volta perché relativi a un unico schema.

Tabella A.2 Patti parasociali nelle banche quotate 2015-2021

Banca	SI/LSI	Esistenza di controllo di diritto ¹	Controllo tramite patto ex art. 93, comma1, lettera b	Patto ancora esistente a fine 2021	Note
Intesa Sanpaolo	SI	x	x	✓	Patti relativi alle Assemblies 2016, 2019, 2021
Unione di banche italiane	SI	x*	x		* fino alla acquisizione da parte di Intesa
Banco BPM	SI	x	x	✓	
Banca Popolare di Milano	SI	x	x		
BPER Banca	SI	x	x		
Mediobanca	SI	x	x	✓	
Credito Emiliano	SI	✓	x		Patto relativo alle azioni della holding che detiene una partecipazione di maggioranza assoluta nella banca
Banca Carige	SI	✓*	x		*Controllo di diritto a partire dal 2019, gli accordi si riferiscono a periodi precedenti
Banca Mediolanum	LSI	x	x	✓	
Banca Sistema	LSI	x	x	✓	
Illimity Bank	LSI	x	x	✓	
Bff Banca	LSI	✓*	x		*fino al 2017
Credito Valtellinese	LSI	x *	x		*fino all'acquisizione da parte di Crédit Agricole.

Fonte: elaborazioni interne. Nota: In almeno un anno del periodo considerato. Per le seguenti banche esiste più di un accordo: BPM nel periodo 2015-2017; Banca Mediolanum nel periodo 2017- 2019; UBI tra il 2016 e il 2020; BPER Banca nel 2018; Carige dal 2015 al 2018; Credito Valtellinese nel 2021.

3.3 Categorie di partecipanti

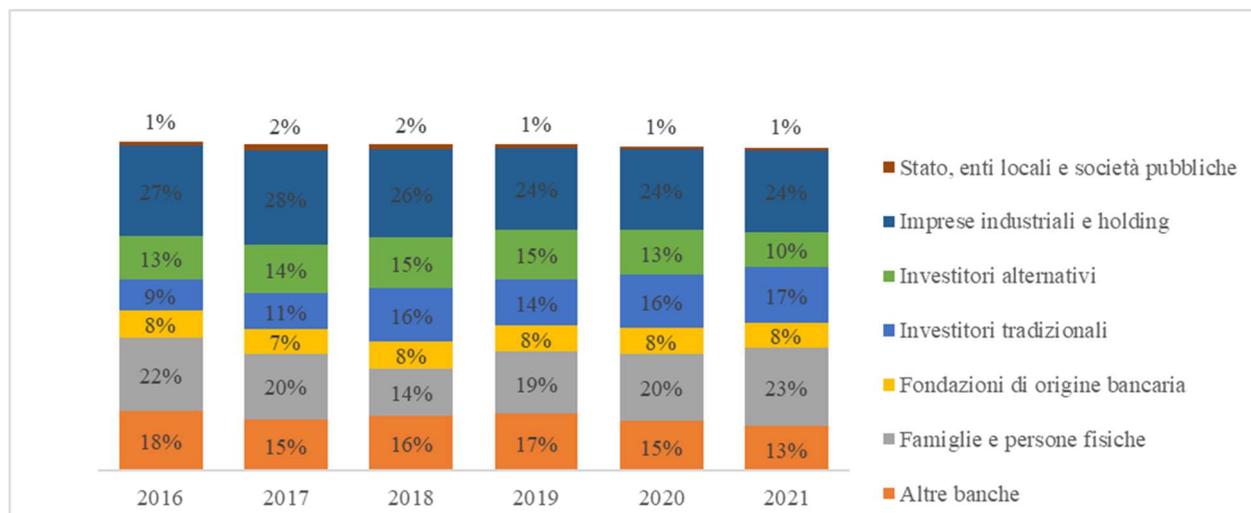
Ogni partecipante nel dataset è stato assegnato a una categoria della tassonomia definita nel paragrafo 2.2.3⁴¹.

Come mostra il Grafico 9, la categoria più frequente è “imprese industriali e holding”, seguita da “famiglie e persone fisiche”. La categoria che mostra la variazione più marcata è quella degli investitori istituzionali alternativi che sono cresciuti dal 9 al 17 per cento, l’aumento ha più che compensato il calo degli investitori istituzionali tradizionali. Nel complesso, gli istituzionali sono

⁴¹ Per un’analisi dei soggetti interessati dalla riforma delle banche popolari vedere il Riquadro C.

divenuti nel tempo la prima categoria di investitori (27 per cento nel 2021). È stata significativa anche la diminuzione della quota di partecipanti nelle categorie “imprese non finanziarie e holding” (-3 punti percentuali) e “altre banche e intermediari finanziari” (-5 punti percentuali).

Grafico 9. Investitori sopra soglia in banche e intermediari, classificazione (unità e valori percentuali)



Fonte: elaborazioni interne

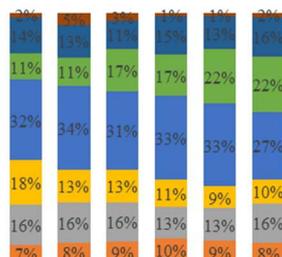
Le categorie di investitori istituzionali si distribuiscono in modo differente tra soggetti quotati e non quotati e tra banche e intermediari finanziari, come si vede dal Grafico 10. In particolare, nelle partecipate quotate gli investitori istituzionali alternativi acquisiscono rilevanza nel tempo, a scapito dei tradizionali che mostrano un trend in diminuzione molto marcato tra gli intermediari finanziari. Nelle partecipate non quotate gli investitori tradizionali sono pochi e quelli alternativi sono una quota stabile nel tempo.

Si nota anche che le categorie “imprese non finanziarie e holding” e “famiglie e persone fisiche” sono concentrate tra i soggetti non quotati. La categoria “altre banche e intermediari finanziari” ha più partecipanti sopra soglia nelle non quotate ma la sua diffusione resta stabile. Le fondazioni mostrano una presenza stabile nelle banche quotate e in crescita nel tempo nelle non quotate⁴².

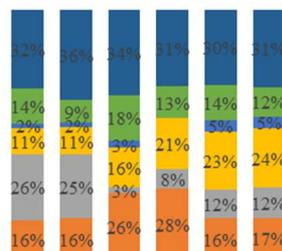
⁴² Per un approfondimento sulle fondazioni bancarie si rimanda al Riquadro C (*infra*).

Grafico 10. Investitori sopra soglia in partecipate quotate e non quotate, classificazione (unità)

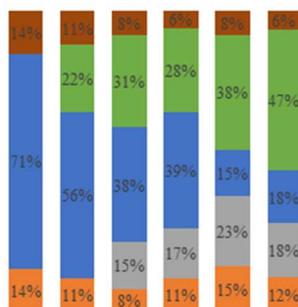
a) Banche quotate



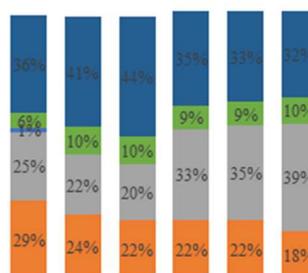
b) Banche non quotate



c) Intermediari quotati



d) Intermediari non quotati



Fonte: elaborazioni interne

Tali evidenze sono coerenti con le informazioni fornite dagli analisti di vigilanza. Dalle risposte al questionario emerge che le principali categorie di investitori che hanno acquistato partecipazioni di maggioranza assoluta o qualificate nel periodo sono “imprese non finanziarie e holding” e “famiglie e persone fisiche”, ma limitatamente agli intermediari finanziari (la cui quasi totalità è non quotata). Gli investitori alternativi acquistano partecipazioni strategiche e sempre sopra le soglie autorizzative; i tradizionali si rivolgono al mercato delle SI quotate per partecipazioni soggette a obblighi di comunicazione o qualificate ma lontane dal controllo (fra il 3% e il 10%).

Se guardiamo al peso sull’attivo del sistema bancario, come riportato in Tabella 10, coerentemente con quanto osservato circa la distribuzione degli investitori istituzionali, i tradizionali sono la categoria con il peso maggiore; seguono le fondazioni di origine bancaria e, con a una certa distanza, lo Stato. Il peso degli investitori alternativi cresce nel periodo ma rimane sotto al 3 per cento.

Tabella 11. Quota di attivo delle banche per categoria del primo investitore

(%)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Investitori istituzionali tradizionali	47,3%	49,7%	49,7%	49,7%	49,6%	49,7%
Fondazioni di origine bancarie	34,6%	34,9%	34,6%	32,9%	32,6%	32,9%
Stato, enti locali e società controllate	7,6%	6,3%	5,9%	5,6%	5,9%	5,3%
Imprese non finanziarie e holding	3,7%	4,6%	1,9%	4,7%	4,4%	6,9%
Investitori istituzionali alternativi	1,4%	1,2%	2,8%	4,3%	3,6%	2,1%
Famiglie e persone fisiche	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Altre banche e intermediari finanziari	5,3%	3,3%	5,0%	2,7%	3,7%	3,0%

Fonte: elaborazioni interne

Riquadro B. Banche popolari

La Tabella B.1 riporta il numero di partecipanti sopra soglia nelle banche popolari che rientrano nell'ambito di applicazione della riforma del 2015 e che sono nel perimetro della presente analisi (si veda Annex II, Tabella D per l'elenco completo).

Tabella B.1 Banche popolari: numero di partecipanti sopra soglia

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Banca Popolare di Milano	4							Banco BPM dal 2017
Banco Popolare	3							Banco BPM dal 2017
Banco BPM			1	2	2	1	1	
BPER Banca Banca		4	4			2	3	
Banca Popolare di Sondrio	2				1	1	2	Trasformazione in spa. dal 2022
Credito Valtellinese			2	7	6	3		2021: entra del gruppo Crédit Agricole
Unione di banche italiane	3	5	4	5	5			2020: entra nel gruppo Intesa Sanpaolo
Totale partecipanti sopra soglia	12	9	11	14	14	7	6	

Nota: non sono disponibili dati sulla Banca Popolare dell'Alto Adige poiché l'istituto non è quotato, né è tenuto alla comunicazione Libro Soci.

Nessuna delle quattro banche popolari trasformate che risultava indipendente a fine 2021 (tre delle quali in grassetto nella tabella; la quarta è la Banca Popolare dell'Altro Adige) era soggetta a una relazione di controllo, di diritto o di fatto.

La tabella B.2 riporta le categorie dei partecipanti.

Tabella B.2 Banche popolari: categorie di partecipanti

Partecipata	Categoria di investitore	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banca Popolare di Milano	Investitori istituzionali tradizionali	3						
	Investitori istituzionali alternativi	1						
Banco Popolare	Fondazioni di origine bancarie	1						
	Investitori istituzionali tradizionali	2						
Banco BPM	Investitori istituzionali tradizionali			1	2	2	1	1
BPER Banca	Fondazioni di origine bancarie		1	1			1	1
	Investitori istituzionali tradizionali		3	3			1	2
Banca Popolare di Sondrio	Altre banche e intermediari finanziari	1						
	Imprese non finanziarie e holding							1

	Investitori istituzionali tradizionali	1				
	Investitori istituzionali alternativi			1	1	1
Credito Valtellinese	Altre banche e intermediari finanziari			1	1	1
	Imprese non finanziarie e holding		1	1	1	
	Investitori istituzionali tradizionali		1	1	1	
	Investitori istituzionali alternativi			4	3	2
Unione di Banche Italiane	Altre banche e intermediari finanziari			1	1	1
	Fondazioni di origine bancarie	1	2	2	2	2
	Investitori istituzionali tradizionali	2	2	1	2	2
	Investitori istituzionali alternativi		1			

Fonte: elaborazioni interne. Nota: Banca Popolare di Sondrio ha completato la trasformazione nel 2021. Si rimanda alla sezione sulla common ownership per ulteriori informazioni sulle caratteristiche dell'azionariato di Banco BPM, BPER Banca e Banca popolare di Sondrio.

3.4 Breadth and depth

In questa sezione si analizzano gli assetti proprietari dalla prospettiva del partecipante. La domanda alla quale si risponde è: quanto e in quale misura ciascuna categoria di investitore detiene partecipazioni sopra soglia? Questa domanda deriva dall'ipotesi che diverse categorie di investitori perseguono obiettivi differenti, per esempio aspirano a profitti di breve o medio termine, o se intendono o meno detenere il controllo delle società nelle quali investono. La risposta rivela la strategia descrivendo il "posizionamento" nel sistema finanziario delle diverse categorie di investitori considerate in questo studio, ossia se una categoria è presente con quote elevate in un numero limitato di partecipate o se essa investe in molte partecipate nel sistema finanziario, ma con quote esigue di azionariato.

Seguendo l'approccio di Fichtner et al. (2017) si considerano due dimensioni:

- *breadth*, calcolata come il numero di soggetti partecipati da ogni singolo partecipante;
- *depth*, calcolata come la quota media di azionariato detenuta da ogni partecipante.

Questo approccio permette di osservare se una categoria di investitore è presente in più di una partecipata e se la sua presenza è più o meno rilevante.

Dai dati si osserva che, per ogni anno, un investitore detiene partecipazioni in al massimo quattro società, con una mediana pari a uno; per questo motivo si è scelto di presentare statistiche riferite alle classi di investitori, che permettono di avere una maggiore variabilità e di fare ragionamenti aggregati.

Si definiscono inoltre sei livelli di partecipazione in base alla entità, a indicare se si detiene oltre una certa soglia percentuale. Per esempio, le partecipazioni oltre il 10 per cento sono incluse nelle

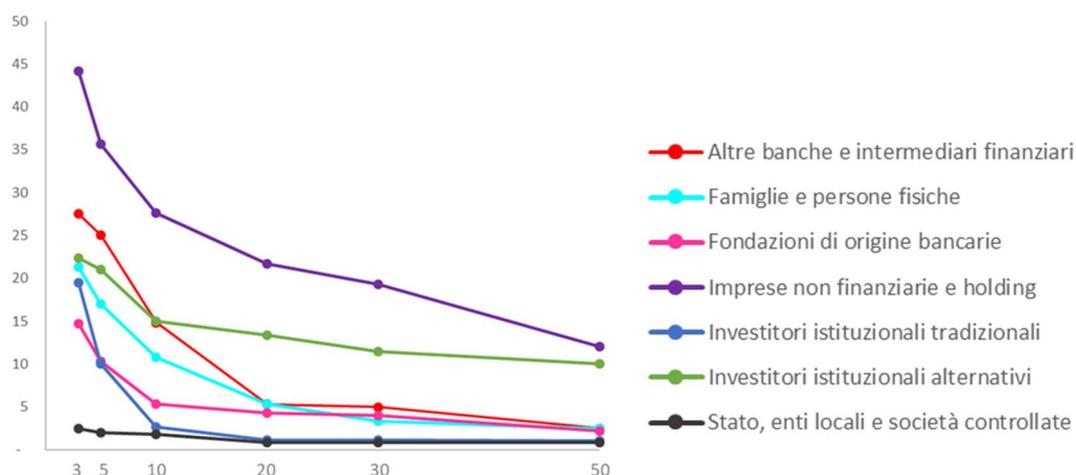
partecipazioni oltre il 5 per cento e così via; il livello più basso, di conseguenza, include tutte le partecipate da investitori sopra soglia di quella categoria.

Il Grafico 12 mostra una relazione negativa tra il livello di partecipazione e il numero di partecipate per categoria di investitore. Ogni punto indica quante società sono partecipate in media negli anni dalla classe di investitori⁴³. Nel complesso, “imprese non finanziarie e holding” hanno la diffusione maggiore e all’aumentare delle partecipate riducono la frequenza delle apparizioni nei livelli di partecipazione.

Tra le categorie di investitori con *breadth* maggiore ci sono “altre banche”, “famiglie e persone fisiche”, “Investitori istituzionali alternativi”. Per questi ultimi la *breadth* media rimane elevata quando la *depth* media aumenta, coerentemente con quanto osservato in precedenza: gli alternativi sono investitori strategici che detengono prevalentemente partecipazioni di maggioranza; se guardiamo ai dati annuali (vedere Annex VI) le partecipazioni sono cresciute in tutti i livelli. Un pattern simile tra livelli, ma con diffusione più contenuta, è riscontrabile nelle “fondazioni di origine bancaria”. Gli investitori istituzionali tradizionali invece, come atteso, mostrano una *breadth* elevata in presenza di *depth* inferiore al 10 per cento, coerentemente alle strategie di investimento tipiche di questa tipologia di gestori che partecipano al capitale sociale con quote lontane dal controllo.

Al contrario, la categoria “Stato, enti locali e società controllate”, che partecipa pochissimi soggetti con quote di maggioranza, è descritta da una *depth* elevata a fronte di una *breadth* molto limitata.

Grafico 12. Breadth (in ordinata) and depth (in ascissa), medie annuali per categoria di investitore

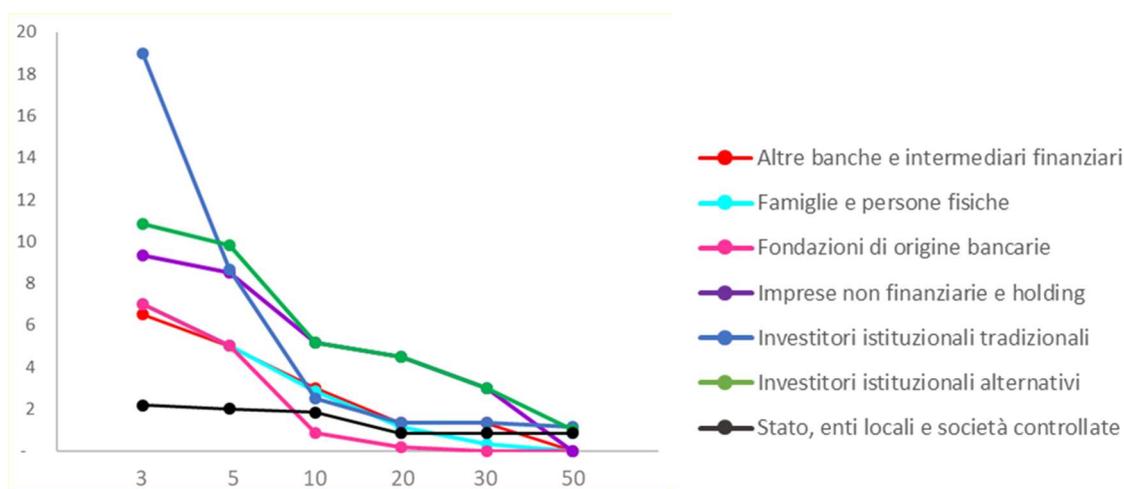


Fonte: elaborazioni interne

⁴³ Per informazioni dettagliate sull’analisi anno per anno si rimanda all’Annex VI

Se si guarda solo alle partecipate quotate nel Grafico 13, il peso relativo delle due dimensioni cambia a seconda delle categorie di investitore. Si riduce la *breadth* di “imprese non finanziarie e holding”, e la diffusione maggiore è associata agli investitori istituzionali. In particolare per quelli tradizionali mostrano, con *breadth* maggiore e *depth* minore, la quotazione sembra essere un elemento decisivo ai fini dell’investimento.

Grafico 13. *Breadth* (y) and *depth* (x) per banche e intermediari finanziari quotati, medie annuali per categoria di investitore



Fonte: elaborazioni interne

Riquadro C. Fondazioni di origine bancaria

La presenza delle fondazioni bancarie si è ridotta dal 2015 al 2016 per rimanere stabile negli anni successivi: la Tabella C.1 mostra che nel 2021 un quarto del totale attivo di sistema è rappresentato da banche in cui il primo azionista è una fondazione, riconducibile a due partecipazioni detenute in banche SI. Con riguardo alle banche conferitarie, le fondazioni detengono partecipazioni sopra soglia e in 2 SI e sono azionisti di maggioranza assoluta o relativa in 4 LSI. Tra il 2015 e il 2021 le fondazioni hanno detenuto partecipazioni in altre conferitarie (a fine 2021 erano complessivamente 17)⁴⁴, ma alcune di queste interessenze erano inferiori alla soglia di rilevanza ai fini della segnalazione Consob o Libro Soci, e pertanto non sono segnalate.

⁴⁴ Fonte: 27° Rapporto annuale sulle Fondazioni di origine bancaria, ACRI.

Tabella C.1 Partecipazioni sopra soglia e di fondazioni bancarie in banche conferitarie

	(%)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	BPER Banca							
	F. Banco di Sardegna	2%	3%	3%	3%	11%	11%	11%
	F. Cassa di Risparmio di Modena				3%			
	Intesa Sanpaolo							
	Compagnia di San Paolo	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
	F. Cassa Di Risparmio delle Provincie Lombarde	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
SI	F. Cassa di Risparmio di Firenze	3%	3%					
	F. Cassa Di Risparmio Di Padova E Rovigo	4%	4%					
	Unicredit							
	F. Cassa di Risparmio di Torino	3%						
	F. Cassa di Risparmio di Verona Vicenza Belluno e Ancona	4%						
	Unione di banche italiane							
	F. Banca del Monte di Lombardia		5%	5%	5%	5%		
	F. Cassa di Risparmio di Cuneo	2%	6%	6%	6%	6%		
	Banca Cassa Risparmio Asti							
	F. Cassa Risparmio Asti	na	38%	38%	38%	32%	32%	32%
	F. Cassa di Risparmio di Biella	na				13%	13%	13%
	F. Cassa Risparmio Vercelli	na				4%	4%	4%
	Cassa Risparmio Bolzano							
	F. Cassa Risparmio Bolzano	na	65,8%	65,8%	65,8%	65,8%	65,4%	65,4%
LSI	F. Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde	na	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%	3,3%
	Cassa di Risparmio di Volterra							
	F. Cassa di Risparmio di Volterra	na	75%	75%	75%	75%	75%	75%
	F. Cassa Risparmio S Miniato	na	5%	5%	5%	5%	5%	5%
	La Cassa di Ravenna							
	F. Cassa Risparmio Ravenna	na	49%	50%	50%	50%	50%	50%

Fonte: Consob, Libro Soci

In termini di patrimonio totale delle fondazioni, l'ammontare maggiore è investito in Intesa San Paolo (64 per cento); segue Unicredit (13 per cento del patrimonio e ciò nonostante dal 2015 non più sopra soglia ai fini della segnalazione Consob o Libro Soci), Crédit Agricole Italia (7,5 per cento)⁴⁵, BPER Banca (3,6 per cento) e Cassa di Risparmio di Bolzano (3,6 per cento). Le restanti partecipazioni rappresentano percentuali inferiori al 3 per cento.

In una prospettiva individuale, il Protocollo di intesa firmato il 22 aprile 2015 dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e dall'Associazione di Fondazioni e Casse di Risparmio prevede un limite di concentrazione per singolo investimento pari a un terzo dell'attivo patrimoniale della

⁴⁵ Esclusa dal perimetro dell'analisi descritta nei paragrafi precedenti, ma inclusa nel Rapporto ACRI alla base della disamina di questa sezione.

fondazione. Le fondazioni si dovevano adoperare per ricondurre l'investimento entro il suddetto limite tenendo conto dell'esigenza di salvaguardare il valore del patrimonio, delle condizioni di mercato e degli effetti delle cessioni sullo stesso. La tabella C.2 riporta il peso relativo delle partecipazioni sopra soglia nelle banche conferitarie a fine 2021, che come si vede è superiore al limite per tutte le banche conferitarie tranne che in due casi⁴⁶.

Tabella C.2 Limite di concentrazione - partecipazioni “sopra soglia” di fondazioni bancarie in banche conferitarie su attivo fondazioni

Fondazione	Banche conferitarie	Partecipazione sopra soglia su attivo fondazione (%)
F. Cassa Risparmio Asti		77
F. Cassa di Risparmio di Biella	Banca Cassa Risparmio Asti	36
F. Cassa Risparmio Vercelli		25
F. Cassa Risparmio Ravenna	La Cassa di Ravenna	50
F. Cassa di Risparmio di Volterra	Cassa di Risparmio di Volterra	40
F. Banco di Sardegna	BPER Banca	36
Compagnia di San Paolo	Intesa Sanpaolo	32
F. Cassa Risparmio Bolzano	Cassa Risparmio Bolzano	na
F. Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde	Intesa Sanpaolo	22

Fonte: Consob, Libro Soci

Parallelamente, il dataset costruito per l'analisi di questo studio rileva che, a fine 2021, alcune fondazioni detengono partecipazioni in banche LSI diverse dalle conferitarie, come riportato nella tabella C.2.

Tabella C.2. Partecipazioni di fondazioni bancarie in banche diverse dalle conferitarie

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
LSI	Banca del Fucino							
	F. Banca Monte Lombardia						10%	8%
	Banca Sistema							
	F. Cassa Di Risparmio Alessandria	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
	F. Pisa	7%	7%	7%	7%	5%	5%	5%
	F. Sicilia	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
	Banco Popolare							
	F. Cassa di Risparmio Lucca	3%						

⁴⁶ Ossia (i) F. Cassa Risparmio Vercelli in CR Asti e (ii) F. Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde in Intesa Sanpaolo. Fonte: Bilanci d'esercizio 2021.

3.5 Common ownership

Rispetto alla sezione 3.4, qui l'analisi è incentrata sugli intermediari al fine di identificare coppie di partecipate nelle quali un investitore comune abbia un peso superiore a quelli non in comune. Questo fenomeno, infatti, si configura come una fonte di intensificazione del rischio sistemico in quanto la presenza degli stessi investitori di rilievo in più partecipate porta ad avere il capitale di più banche e intermediari finanziari nelle mani degli stessi soggetti – con caratteristiche quali il profilo di rischio, la volatilità dell'investimento, l'esposizione a uno specifico tipo di shock – che inevitabilmente si associa a una diffusione delle medesime vulnerabilità nel sistema finanziario.

Si replica l'analisi di Banal-Estanol *et al.* (2021) sulle banche europee adottando una metodologia in tre passaggi:

1. Identificazione della *common ownership* bilaterale: per ogni coppia di partecipate, a una certa data, si definisce “investitore comune” il partecipante che detiene una partecipazione sopra soglia in entrambe. Si definisce “partecipazione media” la media delle quote detenute nelle due partecipate⁴⁷.
2. Confronto tra *common ownership* e *non-common ownership*; a una certa data si definisce “quota di influenza”⁴⁸ degli investitori comuni in una partecipata la somma delle partecipazioni detenute dagli investitori comuni rispetto a quelle di tutti gli investitori sopra soglia⁴⁹.
3. Riconoscimento dei network di *common ownership*; a una certa data, due partecipate sono collegate da una relazione di *common ownership* se la somma degli interessi degli investitori comuni nelle due partecipate è maggiore di quelle degli investitori non comuni.

Nel dataset ci sono 94 coppie di partecipate con un investitore comune; in totale gli investitori comuni sono 27 (un investitore può essere presente in più periodi o/o in più coppie). La partecipazione media nelle coppie varia tra il 2 e il 90 per cento, con una media del 15 per cento e una mediana del 9. Il

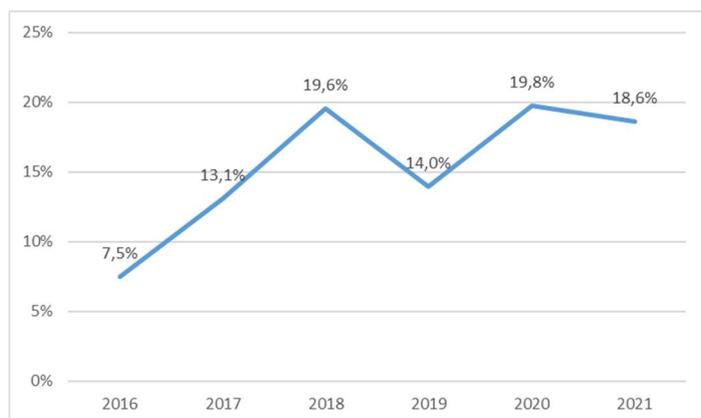
⁴⁷ Per esempio, se un investitore comune detiene il 5 per cento in una società e il 10 per cento nell'altra, l'interesse medio è pari a 7,5 per cento.

⁴⁸ Definita “controlling share” in Banal-Estanol *et al.* (2021); la traduzione è stata alterata per non confondere questa quota con la quota di partecipazione detenuta dai partecipanti associati a rapporti di controllo discussa nel paragrafo 3.2.

⁴⁹ Per esempio, se in una partecipata ci sono sei investitori comuni che detengono complessivamente il 30 per cento, un investitore non-comune con il 25 per cento e il rimanente 45 per cento posseduto da investitori non sopra soglia (che non rientrano nel dataset), la quota di controllo degli investitori comuni è il 55 per cento = $(30/(30+25))$.

Grafico 14 mostra un trend crescente, interrotto nel 2019, quando sono emerse nuove coppie cui era associate una partecipazione comune inferiore alla media delle coppie identificate l'anno precedente.

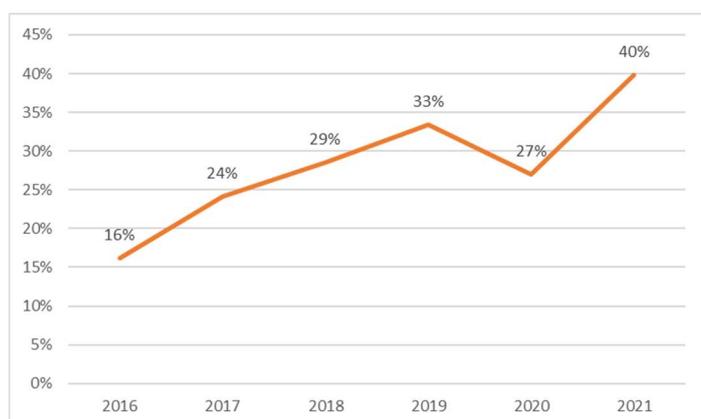
Grafico 14. Common ownership bilaterale, evoluzione partecipazione media



Fonte: elaborazioni interne

Il confronto tra *common ownership* e *non-common ownership* vede la quota di influenza degli investitori comuni variare dal 3 per cento al 90 per cento con una media del 20 per cento e una mediana del 22 per cento. Il Grafico 15 mostra un trend crescente nel tempo, interrotto da un calo significativo nel 2020, prevalentemente determinato dalla riduzione dell'investimento di alcuni partecipanti stranieri.

Grafico 15. Common vs non common, evoluzione quota di influenza degli investitori comuni



Fonte: elaborazioni interne

La combinazione delle due misure restituisce un indicatore sintetico di network illustrata nel Grafico 16: i punti rappresentano le partecipate – diversi colori sono associati a diverse tipologie di partecipata – e le linee continue che congiungono due partecipate che hanno un legame di *common ownership*.

Come si vede dal Grafico 16, l'esistenza di un network è verificata soltanto in 15 casi nelle 92 coppie identificate nel primo passaggio; in particolare, nel 2016 non risulta nessun network; nel 2017 solo uno e dal 2018, come mostra il Grafico 16, si sviluppa pur se in misura molto contenuta.

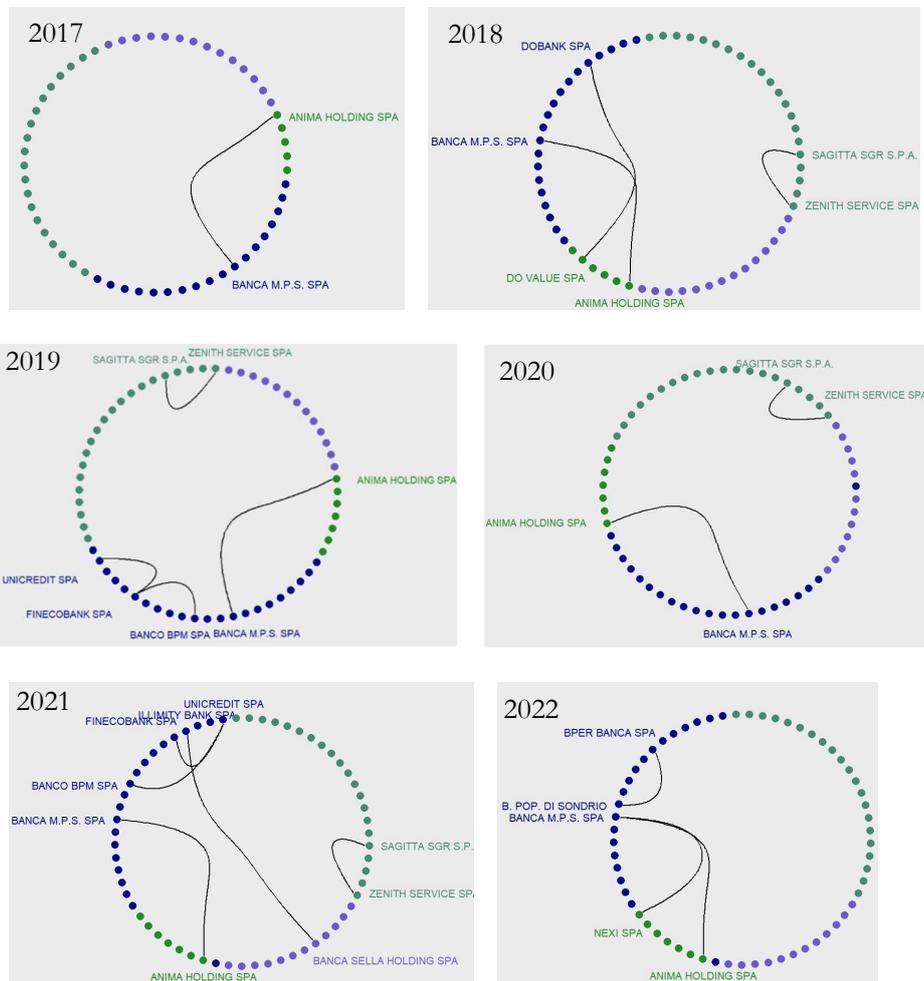
Banal-Estanol *et al.* (2021) trova che gli investitori istituzionali internazionali sono la categoria che opera maggiormente come *common owner*. La tabella 11 conferma che questo risultato vale anche in Italia. Inoltre, dai dati raccolti per l'analisi emerge che accanto agli investitori istituzionali anche lo Stato ha avuto un ruolo nel creare legami, benché ciò risulti conseguenza dell'intervento di rafforzamento patrimoniale di una banca, Monte dei Paschi di Siena, e non a fronte di un investimento strategico.

In generale, nel dataset analizzato la diffusione dei network appare contenuta e si spiega con la rilevanza di alcune categorie di investitori non comuni, le fondazioni bancarie o le imprese industriali, le quali agiscono da contrappeso agli investitori comuni.

Grafico 16. Network di common ownership 2018-2022 (fine anno)

TIPO DI INTERMEDIARIO

- INT_BANCARIO_NON_QUOTATO
- INT_BANCARIO_QUOTATO
- INT_FINANZIARIO_NON_QUOTATO
- INT_FINANZIARIO_QUOTATO



Nota: I dati 2022 per le banche non quotate non sono disponibili. Fonte: elaborazioni interne

Tabella 12. Legami di common ownership 2017-2022

Data	Common owner(s)	Categoria di partecipante	Partecipato 1	Partecipato 2
2017 – 2022	Ministero dell'economia e delle finanze	Stato, enti locali e controllate	Anima Holding	Banca Monte dei Paschi di Siena
2018 – 2021	Europa Investimenti S.P.A./Arrow	Investitori alternativi	Sagitta Sgr	Zenith Service
2018	Softbank Group Corp	Investitori alternativi	Dovalue	Dobank
	Jupiter Am	Investitori alternativi		
2019	Capital Research And Management Company	Investitori tradizionali	Banco BPM	Finecobank
	Invesco Ltd	Investitori tradizionali		
2019	Capital Research And Management Company	Investitori tradizionali	Finecobank	Unicredit
	Blackrock	Investitori tradizionali		
2021	Capital Research And Management Company	Investitori tradizionali	Finecobank	Unicredit
	Blackrock	Investitori tradizionali		
2021	Capital Research And Management Company	Investitori tradizionali	Banco BPM	Unicredit
2021	Maurizio Sella Sapa	Imprese non fin. e holding	Banca Sella	Illimity
2022	Ministero dell'economia e delle finanze	Stato, enti locali e controllate	Nexi	Banca Monte dei Paschi di Siena
2022	Unipol Gruppo Spa	Investitori tradizionali	Banca Popolare di Sondrio	BPER Banca Banca

Fonte: elaborazioni interne. Note: i dati Libro Soci per Sagitta sgr e Zenith service non sono ancora disponibili.

4. Conclusioni

Il presente studio fornisce una illustrazione delle dinamiche degli assetti proprietari di un campione di banche e intermediari finanziari nel periodo 2016-21. Le evidenze quantitative, basate sull'analisi di un nuovo dataset e di un questionario sottoposto agli analisti di vigilanza, restituiscono un quadro eterogeneo nel quale accanto a trend simili a quelli già osservati in letteratura si manifestano alcune specificità.

Il numero dei “partecipanti sopra soglia” aumenta grazie anche alla diffusione degli investitori stranieri nelle banche quotate. Il controllo, di diritto o di fatto, è più frequente tra gli intermediari finanziari e tra le banche LSI e riflette sia assetti consolidati da tempo sia tendenze più recenti. Tra i nuovi partecipanti rilevano soprattutto gli investitori istituzionali alternativi che investono sia in società quotate che non quotate; una parte non trascurabile di investitori alternativi è estera. Gli investitori istituzionali sono la categoria di partecipante più frequente tra i soggetti quotati, tuttavia mentre quelli tradizionali sono tra i maggiori azionisti delle banche più grandi, pur restando lontani

dalle soglie di controllo, quelli alternativi partecipano nelle banche più piccole. Nelle banche SI la proprietà rimane frammentata nella maggior parte dei casi e la presenza degli investitori istituzionali tradizionali è cresciuta anche per effetto della riforma delle banche popolari. Alla diffusione degli investitori istituzionali si associa la presenza in aumento del medesimo partecipante in due o più intermediari ma il fenomeno della *common ownership* è circoscritto a pochissimi soggetti i cui partecipanti comuni hanno un peso prevalente nell'azionariato. Non si osserva una crescita dell'investimento da parte di gruppi bancari domestici negli intermediari finanziari di derivazione non bancaria. La presenza delle fondazioni bancarie nel capitale delle banche, infine, è rimasta stabile nel periodo considerato anche nei gruppi bancari di rilevanza nazionale e internazionale.

References

- Aganin A. e P. Volpin (2005), *The History of Corporate Ownership in Italy*, “A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers”, pp. 325-366,
- Banal-Estañol A., N. Boot e J. Seldeslachts (2022), *Common Ownership Patterns in the European Banking Sector. The Impact of the Financial Crisis*, “Journal of Competition Law & Economics”, pp. 135–167,
- Bianco M., M. Di Battista e G. Lusignani (1998), *Assetto proprietario e performance delle banche italiane*, “Banca Impresa Società”, pp. 85-146,
- Cardillo G., M. Cotugno e G. Torluccio (2022), *Rischio sistemico e assetti proprietari delle banche europee*, “Bancaria”, pp. 30-44,
- Çelik S. e M. Isaksson (2013), *Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?*, “OECD Corporate Governance Working Papers”,
- De La Cruz A., A. Medina e Y. Tang (2019), *Owners of the World’s Listed Companies*, “OECD Capital Market Series”,
- Díez-Esteban J.M., J.B. Farinha, C.D. García-Gómez e C. Mateus (2022), *Does board composition and ownership structure affect banks’ systemic risk? European evidence*, *Journal of Banking Regulation*, pp. 155-172,
- Fichtner J., H. Heemskerk e J. Garcia-Bernardo (2017), *Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk*, “Business and Politics”, pp. 298–326,
- Forestieri G. e M. Onado (1998), *Governo societario e imprese bancarie*, “Banca Impresa Società”, pp. 31-56,
- Iannotta G., G. Nocera e A. Sironi (2007), *Ownership structure, risk and performance in the European banking industry*, “Journal of Banking & Finance”, pp. 2127-2149,
- Laeven L. e R. Levine (2009), *Bank governance, regulation and risk taking*, “Journal of financial economics”, 259-275,
- Saghi N., Z. Srour e J.L. Viviani (2018), *Ownership structure and systemic risk: Evidence from European banks*, “Semantic Scholar”, 1-26,
- Saghi, Nadia, et al. (2023), *Systemic risk in European banks: Does ownership structure matter?*, “The Quarterly Review of Economics and Finance”, 88-111.