

R&S-IL SOLE 24 ORE Banche: dalle Sgr dote di 3,4 miliardi

Giuseppe Oddo ▶ pagina 44

Analisi dei bilanci R&S-Il Sole 24 Ore

I CONTI DEI GRANDI GRUPPI QUOTATI AL 30 GIUGNO 2007

Industria in frenata, crescono le banche

Fiat in controtendenza: con un rapporto margine-fatturato del 4,2% si avvicina alle migliori case estere

La fotografia. Le imprese industriali scontano l'erosione dei margini nonostante il giro d'affari sia aumentato del 3% a 146 miliardi

di **Giuseppe Oddo**

È peggiorato nei primi sei mesi dell'anno il risultato netto dei gruppi industriali presenti nell'indice di Borsa S&P-Mib. L'utile netto aggregato è sceso di quasi il 5%, a 11,7 miliardi di euro. A fronte di un aumento del giro d'affari che ha sfiorato il 3% - a 146 miliardi - ma che in termini omogenei è stato dell'1,2%, le maggiori aziende quotate hanno complessivamente registrato, tra gennaio e giugno 2007, un aumento dei costi di gestione del 4%, a oltre 122 miliardi, e un arretramento del margine operativo netto (o Ebit) del 2,7%, a 23,8 miliardi.

Tra i gruppi in controtendenza in questo primo semestre eccelle in modo particolare la Fiat. La casa torinese ha migliorato il margine operativo netto del 52,9%, non solo per la spinta determinante dell'attività automobilistica (Fiat Group Automobile ha registrato 385 milioni di utile a fronte dei 145 dello stesso periodo dell'anno precedente), ma anche per il contributo dei veicoli industriali (141 milioni) e delle macchine per l'agricoltura e le costruzioni (127 milioni). Adesso il margine della Fiat rappresenta il 5,2% del suo fatturato, che al netto dei servizi finanziari scende al 4,2%: una quota che colloca il gruppo controllato dalla famiglia Agnelli in

mezzo alle migliori case straniere, il cui rapporto margine-ricavi è stato, nel periodo, dell'8,1% per Toyota, del 5,8% per Bmw, del 4,6% per Volkswagen e dell'1,8% per Renault e Peugeot.

Al recupero della Fiat, che rappresenta un'industria matura, si contrappone la contrazione del margine della Telecom, che opera in uno dei settori più promettenti del futuro. La società di telecomunicazione accusa da tempo, tanto nel "fisso" quanto nel "mobile" in Italia, un calo dell'Ebit che tra gennaio e giugno 2007 è stato di 526 milioni di euro. È continuato invece a crescere, all'interno del gruppo, il margine di Tim Brasil, la consociata brasiliana delle attività radiomobili: +227 milioni.

Nello stesso settore delle Tlc, invece, Fastweb (che offre un servizio di copertura in fibra ottica fino a casa dell'utente) ha registrato una svolta storica. La società di recente acquisita da Swisscom attraverso un'Opa ha realizzato nel semestre, per la prima volta da quando è stata costituita, un margine positivo: 48 milioni di euro.

L'altra impresa che sta subendo una forte erosione del margine operativo netto è la St. La multinazionale dei semiconduttori ha registrato un calo di quasi il 42% per la continua riduzione di prezzo dei prodotti di microelettronica, la svalutazione del dollaro e l'incremento delle

spese di ricerca e sviluppo.

Anche l'Eni ha visto arretrare il suo margine di 1,3 miliardi di euro (-12,3% rispetto allo stesso semestre del 2006), la contrazione più rilevante in valore assoluto dell'intero aggregato industriale. Il gruppo del "cane a sei zampe" risente sia del calo di margine del settore Esplorazione e Produzione, sia dell'incremento dei costi di ricerca esplorativa, sia della flessione dei prezzi del petrolio e dell'indebolimento del dollaro sull'euro.

Buone notizie, invece, per quanto riguarda il saldo tra oneri e proventi finanziari aggregati, diminuito di quasi il 19% nel semestre. Le società che hanno ridotto in modo più consistente questa "voce" sono Enel, Telecom e Fiat. Tuttavia, gli interessi passivi lordi dell'aggregato risultano in aumento dell'11 per cento. E in crescita del 12,5% risulta anche, nei dodici mesi, l'indebitamento totale del Top Industria, ma quasi esclusivamente per i finanziamenti raccolti da Eni e Enel per le acquisizioni internazionali; finanziamenti che hanno provocato un'esplosione dei debiti a breve dell'aggregato, dai 28,3 miliardi del primo semestre 2006 ai 40,6 del primo semestre di quest'anno.

In crescita anche i debiti della Pirelli, di 1,4 miliardi, di cui circa uno imputabile al consolidamento dell'immobiliare tedesca D&ag.

Decisamente meglio dell'industria stanno le banche. I principali gruppi del credito hanno segnato un aumento sia di ricavi che di utili. I ricavi totali del Top Banche sono saliti del 7% e gli utili del 35,8 per cento. Tra i ricavi vi è stata una crescita importante del margine d'interesse (+9,9%, a 17,6 miliardi) attribuibile per quasi due terzi a Intesa-Sanpaolo e UniCredit. Allo stesso UniCredit è quasi esclusivamente imputabile l'incremento del 3% delle commissioni nette dell'aggregato. Quanto all'utile netto, esso appare gonfiato dalla plusvalenza realizzata da Intesa-Sanpaolo per la cessione di Cariparma e FriulAdria al Crédit

Agricole. Ma anche fermandosi al livello del risultato corrente, quello prima delle imposte e delle operazioni non ricorrenti, che rispecchia in modo più fedele l'andamento del semestre, esso ha comunque registrato un miglioramento dell'11,7 per cento. Un contributo a questo risultato è venuto dalla crescita contenuta dei costi operativi (+1,6%) grazie alla riduzione del costo del lavoro; riduzione su cui hanno influito i benefici ottenuti dalle banche con la riforma della pre-



videnza complementare che ha trasferito all'Inps e ai fondi pensione la gestione futura dei trattamenti pensionistici. Ciò ha consentito ai gruppi dell'aggregato di ridurre di circa 600 milioni il valore di bilancio del debito residuo verso i dipendenti per il Trattamento di fine rapporto.

E la crisi dei mutui *subprime*? Dai rendiconti semestrali emerge poco, per ora. Intesa-Sanpaolo, Capitalia e UniCredit hanno in portafoglio titoli rappresentativi di mutui ad alto rischio d'insolvenza per un totale di 375 milioni di euro, che sommati ad altri 77 milioni di garanzie fuori bilancio fanno salire il rischio a 452 milioni: di fatto, un'inezia. Il giudizio resta comunque sospeso in attesa dei più esaustivi bilanci di fine anno e degli approfondimenti in corso in Banca d'Italia.

GLI AGGREGATI

Top Industria

Ne fanno parte le imprese industriali dell'indice di Borsa S&P-Mib: Aem, Alitalia, Autogrill, Atlantia (ex Autostrade), Bulgari, Buzzi Unicem, Enel, Eni, Fastweb, Fiat, Finmeccanica, Italcementi, L'Espresso, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Mondadori, Parmalat, Pirelli, Seat, St, Telecom Italia, Tenarsi, Terna.

Top Banche

Ne fanno parte le imprese del credito comprese nell'indice Mediobanca30: Intesa-Sanpaolo, Banco Popolare di Verona e Novara, Bpi, Bpm, Capitalia, Mediobanca, Mps, Ubi, UniCredit.

R&S



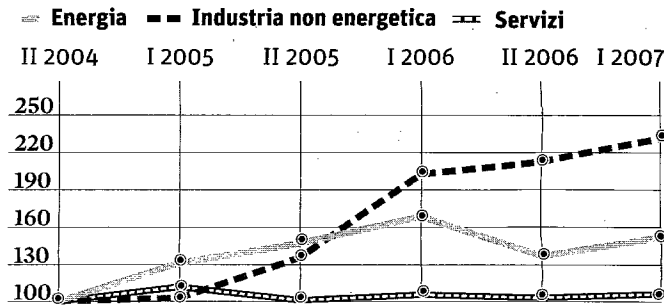
Per saperne di più
R&S e Mediobanca su internet
www.mbres.it

RISULTATI A DUE FACCE

In calo del 5% a 11,7 miliardi l'utile netto aggregato dei grandi gruppi
Per le banche una crescita dei profitti del 35,8 per cento

Gli effetti della congiuntura

Indice del margine operativo netto. Dati semestrali
Base II semestre 2004=100



Banche a confronto

In ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa; situazione al 30 giugno 2007

	Risultato corrente *		Crediti verso clienti	
	Milioni di euro	Var. % su 2006	Milioni di euro	Var. % su 31/12/06
UniCredit	5.307	25,4	454.132	2,9
Intesa Sanpaolo	4.002	6,5	332.519	2,4
Capitalia	909	16,4	103.616	7,9
Mediobanca	519	7,7	28.133	6,9
Mps	816	9,5	98.829	7,5
Ubi Banca	770	-7,0	89.588	7,9
Bp Verona Novara	644	8,1	49.387	9,2
Banca Pop. Italiana	33	-84,6	30.748	7,0
Banca Pop. Milano	331	11,4	28.243	7,3
Totale	13.331	11,7	1.215.195	4,4

(*) Ricavi operativi - costi di gestione - perdite su crediti

Aziende sotto la lente

In ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa; situazione al 30 giugno 2007

	Risultato corrente*		Debiti finanziari	
	Milioni di euro	Var. % su 2006	Milioni di euro	% sul capitale netto al 30/6/07
Eni	9.928	-12,6	16.141	38,2
Enel	3.054	4,7	27.035	137,1
Telecom Italia	2.537	-3,4	42.250	161,9
Fiat	1.409	82,0	19.934	188,3
Tenarsi	1.120	12,3	3.571	73,9
Atlantia (ex-Autostrade)	105	8,2	1.505	288,3
Luxottica	457	25,9	1.813	76,0
St	190	-36,5	1.599	24,1
Finmeccanica	281	12,9	3.179	58,8
Mediaset	682	5,6	1.438	52,5
Parmalat	97	47,0	642	28,2
Terna	323	2,9	2.741	126,1
Aem	354	13,1	5.012	117,2
Pirelli & C.	211	-23,6	4.365	93,0
Lottomatica	131	-9,0	2.861	157,3
Buzzi Unicem	303	18,8	1.317	56,7
Italcementi	447	-5,9	2.751	57,4
Autogrill	570	10,5	10.040	243,0
Seat Pg	67	318,8	3.472	345,1
Bulgari	62	14,8	193	27,8
Fastweb	19	n.c.	1.172	115,5
Mondadori Editore	86	7,5	958	208,3
Gruppo L'Espresso	93	-3,1	437	82,3
Alitalia	-196	n.c.	1.603	220,8
Totale industriali	22.330	-1,4	156.029	102,6

(*) Margine operativo netto - oneri finanziari netti +/- altri utili e perdite di natura finanziaria

Top Industria

Risultati dei primi sei mesi 2007 in milioni di euro

	2006	2007	Variazione %
Fatturato netto	141.950	146.026	2,9
Costi di gestione	117.452	122.198	4,0
Margine operativo netto	24.498	23.828	-2,7
Oneri e proventi finanziari	-1.842	-1.498	-18,7
Risultato corrente	22.656	22.330	-1,4
Saldo costi e ricavi non correnti	542	-369	n.c.
Imposte	-10.065	-9.325	-7,4
Risultato di competenza di terzi	-881	-975	10,7
Risultato netto	12.252	11.661	-4,8
Roe (punti)	19,6	18,0	-1,6
	al 31/12/06	al 30/6/07	Variazione %
Patrimonio netto degli azionisti	140.464	141.520	0,8
Patrimonio netto delle minoranze	10.229	10.624	3,9
Debiti finanziari	137.378	156.029	13,6
Totale capitale	288.071	308.173	7,0
Debiti finanziari/patrimonio netto in %	91,2	102,6	-
Mezzi di terzi/Pn degli azionisti in %	105,1	117,8	-
Liquidità	29.611	26.542	-10,4

Nota: Onde evitare duplicazioni, l'aggregato non comprende le società la cui controllante è inclusa nei Top Industria. Il margine operativo netto (c.d. ebit) corrisponde alla differenza tra ricavi e costi della gestione tipica, compresi gli ammortamenti. Oneri e proventi finanziari comprendono i risultati netti pro-quota di consociate valutate al patrimonio netto. Il Roe è calcolato su base annua

Top Banche

Risultato dei primi sei mesi 2007 in milioni di euro

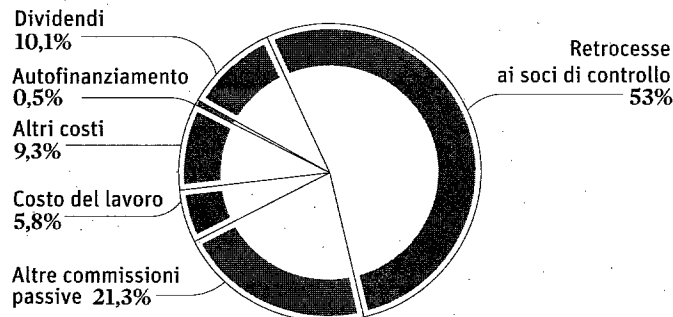
	2006	2007	Variazione %
Margine d'interesse	16.006	17.585	9,9
Commissioni nette	10.858	11.187	3,0
Altri ricavi	5.232	5.538	5,8
Totale ricavi (margine di intermediazione)	32.096	34.310	6,9
Costi operativi	-17.905	-18.200	1,6
Perdite su crediti	-2.257	-2.779	23,1
Risultato corrente	11.934	13.331	11,7
Saldo altri costi e ricavi non correnti	1.136	3.062	169,5
Imposte	-4.093	-4.511	10,2
Risultato di competenza di terzi	-613	-523	-14,7
Risultato netto	8.364	11.359	35,8
Roe (punti)	16,5	17,6	1,1
	al 31/12/06	al 30/6/07	Variazione %
Impieghi verso la clientela	1.163.615	1.215.195	4,4
Raccolta diretta da clientela	1.280.804	1.320.997	3,1
Raccolta indiretta da clientela *	674.577	680.114	0,8
Patrimonio netto (inclusi terzi)	126.119	147.393	16,9

Nota: I costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti. Il Roe è calcolato su base annua. Il patrimonio netto al 31 dicembre 2006 include gli effetti della fusione Intesa Sanpaolo al 1° gennaio 2007. (*) Solo risparmio gestito.

Focus. Cresce il flusso di denaro girato dalle società di gestione agli azionisti bancari e assicurativi

Dalle Sgr 3,4 miliardi agli istituti di credito

Dove finiscono le commissioni attive



Le Società di gestione del risparmio, le Sgr, che investono nei fondi e nelle gestioni patrimoniali il denaro di milioni di risparmiatori, rappresentano per le banche una vera e propria rendita finanziaria: riscuotono dai sottoscrittori una valanga di commissioni e le retrocedono ai propri azionisti, nella maggior parte dei casi i più grandi gruppi creditizi del Paese. Il 58% della massa di denaro gestita dalle 18 Sgr controllate dalle maggiori banche e assicurazioni quotate è infatti concentrato in appena tre gruppi bancari: Intesa-Sanpaolo, UniCredit e Crédit Agricole.

Il sistema, per grandi linee, funziona così. La banca promuove e vende al pubblico, tramite i suoi sportelli, quote di fondi comuni, quote di Sicav (Società d'investimento a capitale variabile) e servizi di gestione patrimoniale, che affida a una Sgr di sua proprietà. La Sgr investe in titoli il denaro proveniente dalla sottoscrizione di questi prodotti finanziari, incamerando vari tipi di commissione: di sottoscrizione, di gestione, di incentivo e (nei casi di fondi affidati loro da altri soggetti) di delega. Quindi retrocede alla banca venditrice, sua azionista, la gran parte delle commissioni dopo avere speso i costi di gestione, realizzando cospicui utili. Una macchina da soldi.

Le Sgr indipendenti, ossia quelle non controllate da unico azionista bancario o assicurativo e non asservite a un unico canale distributivo, in Italia sono un numero molto limita-

to (le principali sono Anima, Azimut, Ersel e Kairos) e rappresentano una piccola quota del mercato del risparmio gestito. Il sistema è insomma fortemente ancorato alle banche e lo dimostra anche il ruolo marginale svolto dalle reti non bancarie di promotori finanziari, cui fa capo in Italia solo il 6% della distribuzione dei fondi.

Il valore del patrimonio gestito dalle 18 Sgr (pari al 71% del patrimonio totale dei cosiddetti Organismi d'investimento collettivo del risparmio di diritto italiano) ha superato, nel 2006, i 300 miliardi di euro, cifra comprendente le gestioni per delega. E il valore delle gestioni patrimoniali, che per alcune società di gestione rappresentano il mestiere prevalente, ha raggiunto i 351 miliardi.

Le commissioni attive registrate dalle 18 società, ossia quelle addebitate ai sottoscrittori, hanno raggiunto in totale, sempre nel 2006, i 4,5 miliardi di euro (+6,5%), mentre quelle passive, cioè in massima parte quelle che la Sgr gira poi a vario titolo alla banca, hanno sfiorato nello stesso periodo i 3,4 miliardi di euro (+6,1%). Il 90% delle commissioni attive è formato da commissioni di gestione; il restante è costituito per il 5% da commissioni di incentivo e per la parte residua da commissioni di sottoscrizione e di rimborso.

Dai dati elaborati da R&S emerge che le 18 società in questione, in alcuni casi, hanno incamerato dai risparmiatori

commissioni di incentivo anche quando i gestori sono stati battuti dai loro stessi benchmark (l'indice che essi propongono al risparmiatore per valutare i risultati delle proprie gestioni). Questo accade perché diversi gestori persistono nella cattiva abitudine di conteggiare le commissioni di incentivo confrontandosi non con il benchmark ufficiale, ma con indici che non comprendono il reinvestimento dei dividendi.

Ebbene, Aletti Gestielle è l'unica società del campione che, nel 2006, come parametro di riferimento per la commissione di incentivo, ha utilizzato indici coi dividendi. Le altre Sgr si sono al contrario indirizzate su indici per così dire "secchi". È questo il caso di Mediolanum Gestione Fondi, Ubi Pramerica, Pioneer Investment, Eurizon Capital, Caam, Bipiemme Gestioni: queste società hanno calcolato le commissioni di incentivo senza ipotizzare il reinvestimento dei dividendi, perché «in tal modo aumentano - è la frase ricorrente nei loro rendiconti - le possibilità di ottenere una differenza di rendimento positiva per la Sgr».

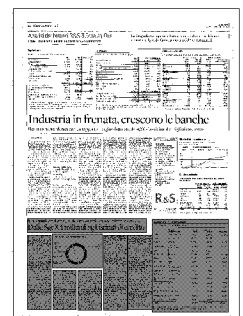
Arca e Fideuram, invece, non applicano commissioni di incentivo alla clientela retail.

I gestori, inoltre, continuano ad addebitare al cliente la commissione di incentivo anche nel caso in cui il fondo abbia registrato una performance negativa, ma inferiore in valore a quella del benchmark. Fanno eccezione Bipiemme, Capi-

talgest, Capitalia, Pioneer e Mediolanum.

Le 18 società, infine, hanno chiuso i bilanci del 2006 con un utile netto aggregato di 482 milioni di euro, contro i 457 milioni dell'anno precedente. E hanno deliberato dividendi per 458 milioni, hanno cioè devoluto in media alle banche azioniste il 95% del loro risultato.

G. O.



Le commissioni società per società

Dati economici del 2006. In migliaia di euro

	Gruppo di appartenenza	Commissioni attive	Commissioni passive	Utile netto
Eurizon	Intesa Sanpaolo	770.527	628.186	119.364
Caam	Crédit Agricole	721.433	568.197	46.082
Pioneer	UniCredit	599.288	478.056	30.122
Capitalia Am	Capitalia (ora UniCredit)	427.344	325.209	38.037
Arca	—	328.434	252.478	16.587
Ubi Pramerica	Ubi Banca	270.690	179.391	44.009
Mps Am	Bmps	251.566	153.678	55.403
Bpm Gestioni	Bpm	192.965	141.346	18.618
Aletti Gestielle	Bpvn (ora Banco Pop.)	173.991	148.385	4.237
Fideuram Inv.	Intesa Sanpaolo	165.508	114.189	11.974
Bipitalia Gestioni	Bpi (Banco Pop.)	143.932	97.496	16.320
Bg + Generali Inv. Italy*	Generali	173.273	87.238	31.090
Capitalgest	Ubi Banca	90.997	69.991	3.384
Fondi Alleanza	Generali	83.732	44.191	23.315
Mediolanum Gest. Fondi	Mediolanum	72.821	42.689	10.402
Epsilon Associati	Crédit Agricole	42.844	15.266	12.317
Grifogest**	Ubi Banca	27.689	21.293	1.163
Totale		4.537.034	3.367.279	482.424

(*) La Bg è operativa dall'1/1/2006 in seguito al conferimento del ramo d'azienda relativo all'attività di gestione collettiva e delle Gpf da parte della Generali Investments Italy. (**) Incorporata da Capitalgest nel 2007