

VI Commissione Camera dei Deputati  
(Finanze)

**Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva  
sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno  
della crescita, anche alla luce delle più recenti  
esperienze internazionali**

Testimonianza di Giorgio Gobbi  
(Segreteria Tecnica per l'Eurosistema e la Stabilità Finanziaria)  
Banca d'Italia

Camera dei Deputati  
Roma, 16 ottobre 2013



## **1. Una difficile congiuntura**

L'Italia sta ancora attraversando una crisi economica profonda e difficile. Dal 2008 rilevanti settori produttivi hanno registrato una forte riduzione dei livelli della produzione e dell'occupazione. Nel secondo trimestre di quest'anno il PIL si è ridotto dello 0,3 per cento rispetto al periodo precedente. Nel corso dell'estate sono, tuttavia, emersi segnali di stabilizzazione: diversi indicatori sono coerenti con l'ipotesi che il calo della produzione si sia arrestato e che, seppure tra molte incertezze, anche nel nostro Paese stia per avviarsi una fase di ripresa, alimentata dalle esportazioni.

Con il miglioramento della congiuntura sono destinate ad allentarsi anche le tensioni finanziarie che hanno caratterizzato l'attività delle imprese, soprattutto negli ultimi due anni. In primo luogo l'aumento delle vendite potrà contribuire a sostenere la redditività delle aziende – e, per questa via, la loro capacità di autofinanziarsi – attualmente scesa a livelli storicamente molto bassi. Sulla base dei dati di contabilità nazionale, nel secondo trimestre il rapporto tra margine operativo lordo e valore aggiunto è stato pari al 31 per cento; tra le imprese censite dal nostro sondaggio congiunturale, la quota di quelle che prevedono di chiudere l'esercizio 2013 con un utile si aggira attorno al 55 per cento. I valori negli anni precedenti la crisi erano stati del 37 e del 65 per cento, rispettivamente (figura 1). In secondo luogo, con la ripresa economica, l'attenuazione dei rischi contribuirà a rendere più favorevoli le condizioni di offerta nel mercato del credito. Si tratta, tuttavia, di un processo graduale nel quale sarà ancora necessario il sostegno alle imprese fornito dalle misure adottate nel corso della crisi.

Accanto alle difficoltà congiunturali, non ancora superate, la struttura finanziaria delle imprese italiane presenta squilibri di lungo termine che hanno amplificato i problemi emersi durante la crisi: un'eccessiva dipendenza dal debito, in particolare, dai prestiti delle banche. Suddividerò, pertanto, la mia testimonianza in due parti. Nella prima mi soffermerò sulle questioni più strettamente congiunturali e sull'efficacia delle misure che sono state adottate per farvi fronte; nella seconda prenderò in esame le politiche indirizzate alla soluzione dei problemi di natura più strutturale.

## 2. I problemi del credito nel breve termine

Il credito bancario alle imprese è ancora in forte calo (-4,6 per cento ad agosto rispetto a dodici mesi prima; figura 2). I tassi di interesse non sono elevati rispetto al passato; resta, tuttavia, un divario piuttosto ampio rispetto ad altri paesi europei, soprattutto per i prestiti di minore importo, che approssimano il costo dei finanziamenti bancari per le piccole e medie imprese. In agosto il tasso medio applicato ai nuovi prestiti di ammontare inferiore a un milione di euro era in media pari al 4,5 per cento, più basso di circa 200 punti base rispetto al picco toccato nell'ottobre del 2008, ma di oltre 160 più elevato rispetto alle condizioni medie applicate su finanziamenti di importo comparabile in Germania e in Francia. Per i prestiti di dimensione maggiore il differenziale era pari a circa 100 punti base (figura 3). Il calo dei prestiti alle imprese in atto in Italia da oltre un anno è una tendenza comune a molti paesi dell'area (-2,9 per cento nello scorso agosto nella media dell'area). Esso, tuttavia, penalizza particolarmente le nostre aziende che sono caratterizzate da una scarsa capacità di accesso ai mercati finanziari e da un indebitamento più elevato, soprattutto nei confronti delle banche.

Il calo dei prestiti è dovuto sia a fattori di domanda sia a fattori di offerta<sup>1</sup>. I primi sono connessi con il debole andamento degli investimenti e la contrazione dei livelli dell'attività produttiva. La domanda di fondi è ancora alimentata prevalentemente da esigenze connesse con il finanziamento del capitale circolante. L'accesso al credito rimane comunque difficile: secondo l'indagine Invind condotta dalla Banca d'Italia su circa 4.000 aziende, nel 2012 oltre il 12 per cento delle imprese intervistate dichiarò di non aver ottenuto il credito richiesto. I dati dell'Istat indicano che nel terzo trimestre del 2013 gli ostacoli rimanevano elevati, soprattutto per le imprese con meno di 50 addetti<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un'analisi dei fattori di domanda e offerta nel mercato del credito alle imprese durante la crisi si vedano Panetta F. e F.M. Signoretti, *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, Questioni di economia e finanza, n. 63, Banca d'Italia (2010) e Del Giovane, P., A. Nobili e F. Signoretti, *Supply tightening or lack in demand: Is the sovereign debt crisis, different from Lehman?*, presentato al convegno "The Sovereign Debt Crisis and the Euro Area", Banca d'Italia, 15 Febbraio 2013.

<sup>2</sup> Un'analisi sul razionamento del credito presso un campione di imprese italiane è svolta in Albareto G. e P. Finaldi Russo, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, n. 127 (2012).

La capacità del sistema bancario di finanziare le imprese è stata messa a dura prova negli ultimi anni, in particolare dalla metà del 2011, quando la crisi è entrata nella fase più acuta e le tensioni sui mercati dei titoli sovrani nell'area dell'euro si sono estese all'Italia<sup>3</sup>. In quel periodo le difficoltà degli intermediari erano principalmente riconducibili alla disponibilità e ai costi della provvista sui mercati internazionali da cui dipendono per il finanziamento di una parte non trascurabile dei prestiti. Queste difficoltà si sono rapidamente trasmesse alle condizioni di offerta applicate ai prestiti.

La BCE e l'Eurosistema hanno reagito prontamente per contrastare gli effetti della crisi del debito sovrano sull'economia reale, sia portando i tassi di interesse ufficiali su livelli prossimi allo zero sia adottando misure "non convenzionali" di politica monetaria; in particolare sono state effettuate operazioni di rifinanziamento a tre anni (LTRO) ed è stata ampliata significativamente la gamma di attività finanziarie accettate come *collateral* nelle operazioni di rifinanziamento. Con riferimento all'Italia nostre analisi econometriche suggeriscono che gli effetti di tali misure sulla crescita del PIL sono stati pari a circa due punti percentuali complessivamente nel biennio 2012-13; gli interventi della BCE hanno quindi prevenuto un peggioramento della nostra economia più forte di quello che abbiamo osservato<sup>4</sup>.

Nell'ambito del disegno complessivo delle misure di politiche monetaria, la Banca d'Italia, ha contribuito direttamente a mitigare le difficoltà nel mercato del credito. Dal febbraio del 2012, in linea con le decisioni del Consiglio Direttivo della BCE sul collaterale, la valutazione delle garanzie è effettuata sulla base di criteri di idoneità diversi da quelli stabiliti dall'Eurosistema, accompagnandola a specifiche misure di controllo del rischio. L'utilizzo di un sistema di valutazione dei prestiti sviluppato dalla Banca d'Italia ha agevolato la partecipazione alle operazioni di rifinanziamento anche di banche più piccole, tradizionalmente più impegnate nel supporto alle imprese di minore dimensione.

---

<sup>3</sup> Si veda Visco I., *La crisi dei debiti sovrani e il processo di integrazione europea*, Intervento al seminario "Il federalismo in Europa e nel mondo" organizzato dall'Istituto "Altiero Spinelli" il 1 settembre 2013.

<sup>4</sup> Si veda M. Casiraghi, E. Gaiotti, L. Rodano e A. Secchi, *The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis*, di prossima pubblicazione sui "Quaderni di economia e finanza" della Banca d'Italia (2013).

Gli interventi della BCE e della Banca d'Italia hanno garantito la liquidità necessaria al sistema bancario per superare una fase congiunturale irta di difficoltà. I criteri di offerta sono, tuttavia, rimasti restrittivi a causa dell'accresciuta rischiosità dei prenditori (figura 4). Il tasso di ingresso in sofferenza dei prestiti alle imprese ha raggiunto il 4,7 per cento nel secondo trimestre di quest'anno, rispetto a una media dell'1,5 per cento nel periodo precedente la crisi. Nel complesso i finanziamenti alle imprese su cui le banche riscontrano difficoltà nei rimborsi sfiorano ormai il 22 per cento delle consistenze, più del doppio rispetto a quattro anni fa. Il deterioramento della qualità degli attivi ha avuto e continua ad avere rilevanti effetti sulla redditività degli intermediari: gli accantonamenti necessari per far fronte alle perdite potenziali hanno assorbito quasi interamente il risultato di gestione nel 2012 e nella prima parte del 2013. I livelli storicamente molto elevati dei rischi e le difficoltà a valutare il merito di credito in condizioni di grande incertezza sulle prospettive di diversi settori produttivi riducono la convenienza degli intermediari a erogare nuovi prestiti.

A fronte del peggioramento del merito di credito, gli strumenti più idonei per facilitare l'accesso ai finanziamenti si basano su sistemi di garanzia, pubbliche e private. Uno studio comparato dell'OCSE sul finanziamento delle piccole e medie imprese conferma che, in quasi tutti i 25 paesi inclusi nell'analisi, l'estensione dei programmi pubblici di garanzia dei prestiti ha rappresentato lo strumento privilegiato per attenuare le tensioni generate dalla crisi<sup>5</sup>.

In Italia, il Fondo di Garanzia per le piccole e medie imprese (PMI) è il principale schema che le imprese hanno per accedere a garanzie pubbliche. Durante la crisi, l'operatività dello strumento è stata rafforzata, potenziandone la dotazione e ampliando progressivamente la platea delle imprese beneficiarie (figura 5). È stato previsto che l'intervento sia assistito dalla garanzia di ultima istanza dello Stato, consentendo alle banche di azzerare l'assorbimento di capitale relativamente alla quota di prestito coperta dal Fondo ('ponderazione zero'). Dal 2009 al 2012 il Fondo ha concesso garanzie su oltre 31 miliardi di euro di prestiti; nei primi sei mesi dell'anno in corso ha accolto

---

<sup>5</sup> OECD, *Financing SMEs and Entrepreneurs 2013: An OECD Scoreboard*, OECD Publishing. (2013).

quasi 35.000 domande, per un volume dei finanziamenti pari a 4,8 miliardi, in aumento del 38 per cento rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Le modifiche al funzionamento del Fondo previste dal “decreto del fare” possono aumentarne ulteriormente l'efficacia estendendo l'ambito d'intervento anche alle aziende che, pur conservando positive prospettive di sviluppo, presentano bilanci indeboliti dal protrarsi della recessione. Gli interventi previsti dal decreto mirano anche ad accrescere la trasparenza dell'azione del Fondo, in modo che i benefici della garanzia pubblica si traducano in un effettivo miglioramento delle condizioni di accesso al credito. È opportuno però che si proceda speditamente nell'emanazione dei regolamenti di attuazione. In questa fase congiunturale, il rafforzamento degli schemi di garanzia ha il duplice vantaggio di gravare in misura limitata sul bilancio pubblico – in virtù di un effetto leva – e di ridurre l'impatto della rischiosità delle imprese sui bilanci bancari, il fattore che, come ho detto, maggiormente contribuisce al calo dell'erogazione dei prestiti.

Un altro strumento al quale si è fatto ampiamente ricorso è la sospensione parziale dei rimborsi dei prestiti. Lo scorso mese di luglio è stata siglata la terza “moratoria” negli ultimi 4 anni dall'ABI e dalle associazioni delle imprese. Il nuovo accordo ricalca in grandi linee quello siglato nel febbraio 2012 e in più consente la sospensione di pagamento anche per finanziamenti che avevano beneficiato della moratoria avviata nel 2009. L'adesione delle imprese a queste iniziative negli ultimi anni è stata piuttosto ampia: con riferimento all'accordo siglato a febbraio 2012, al 31 luglio scorso risultavano accolte circa 105.000 domande; i rimborsi in conto capitale interessati dalla sospensione sono di ammontare di pari a 4,3 miliardi. Da nostre indagini condotte presso gli intermediari emerge che le operazioni possono risultare efficaci nel consentire alle imprese di superare fasi di temporanea difficoltà.

Infine, dal 2009 la Cassa Depositi e Prestiti (CDP) ha istituito un fondo a cui le banche possono attingere, a tassi di interesse contenuti, per concedere prestiti a medio e a lungo termine alle PMI. Si tratta di una misura rivolta principalmente ad attenuare eventuali problemi di liquidità degli intermediari. Un primo plafond di 8 miliardi di euro è stato interamente utilizzato. Nel marzo 2012 è stato costituito un ‘Nuovo Plafond PMI’ che

dispone di 8 miliardi destinati al finanziamento di prestiti alle PMI (PMI-Investimenti) e 2 riservati all'acquisto da parte delle banche di crediti vantati dalle PMI nei confronti della Pubblica Amministrazione (PMI-Crediti vs PA). Fino allo scorso giugno sono stati utilizzati poco più di due miliardi del primo, mentre è stato minimo l'utilizzo del secondo.

Le condizioni di liquidità delle imprese stanno beneficiando anche dell'accelerazione dei pagamenti della Pubblica Amministrazione che procedono piuttosto speditamente. Per questa misura sono stati finora stanziati poco più di 27 miliardi nel 2013 e 20 nel 2014. Attualmente, sulla base dei dati diffusi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, sono stati rimborsati alle imprese oltre 11 miliardi. Sulla base di dati ancora preliminari raccolti nelle scorse settimane con un sondaggio congiunturale, oltre la metà delle imprese che poteva beneficiare dell'intervento ha ricevuto un rimborso, almeno parziale, dei propri crediti; nella maggior parte dei casi le somme sono state impiegate per rimborsare crediti commerciali, ridurre l'indebitamento verso il sistema creditizio e finanziare altre forme di capitale circolante, per cui i benefici dell'intervento potrebbero fluire anche ad aziende più piccole.

### **3. I problemi strutturali della finanza d'impresa in Italia**

Con circa 1.300 miliardi di debiti finanziari e 1.400 di patrimonio netto (valutato ai prezzi di mercato), alla fine del 2012 il leverage delle imprese italiane, pari al rapporto tra i primi e la somma di entrambe le voci, era del 48 per cento; il credito bancario rappresentava quasi il 70 per cento dei debiti finanziari; per la media dei paesi dell'area dell'euro i valori erano più contenuti, rispettivamente 42 e 50 per cento (figure 6 e 7)<sup>6</sup>. Sia l'incidenza del debito tra le fonti di finanziamento, sia la dipendenza dai prestiti degli intermediari sono più elevate tra le imprese di piccola e media dimensione.

Queste caratteristiche della struttura finanziaria delle imprese si accompagnano alla dimensione assai modesta dei mercati dei capitali. Il valore delle azioni delle imprese

---

<sup>6</sup> Per un'analisi delle determinanti dell'indebitamento delle imprese nel confronto internazionale si vedano De Socio, A., e V. Nigro, *Does corporate taxation affect cross-country firm leverage?*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 889 (2012) e *Structural Issues Report 2013: Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area*, Banca Centrale Europea, *Occasional Papers* n. 151 (2013).



non finanziarie italiane quotate in borsa è pari a circa il 20 per cento del PIL, un rapporto molto più contenuto rispetto a quello dei principali paesi dell'area (oltre il 50 per cento in Francia, circa il 40 in Germania) e dei paesi anglosassoni (oltre l'80 per cento sia nel Regno Unito sia negli Stati Uniti; figura 8). I titoli obbligazionari, infine, erano pari al 9 per cento dei debiti finanziari, in linea con il dato della Germania, ma molto più bassi rispetto al 23 per cento della Francia, al 30 per cento del Regno Unito e a circa il 50 per cento degli Stati Uniti (figura 9).

Il modello di finanziamento delle imprese riflette alcuni tratti strutturali del nostro sistema produttivo<sup>7</sup>. La piccola dimensione delle aziende e la natura familiare della proprietà rendono gli imprenditori restii ad aprire il capitale all'ingresso di nuovi soci o a reperire fondi sul mercato o presso investitori istituzionali diversi dalle banche. Si tratta infatti di scelte che comportano costi, elevati e permanenti, legati alla maggiore trasparenza richiesta dai finanziatori o ai volumi contenuti degli strumenti finanziari collocabili dalle singole aziende, poco adeguati alle esigenze degli investitori. Pesano anche fattori fiscali che, storicamente, hanno determinato un largo vantaggio del ricorso al debito rispetto al capitale di rischio.

Questo modello di finanziamento presenta due rilevanti punti di debolezza. Il primo è legato agli effetti di retroazione che si innescano durante le recessioni tra fragilità finanziaria delle imprese e capacità delle banche di erogare credito. Nelle fasi negative del ciclo aumenta la quota di imprese che incontra difficoltà nel rimborso dei prestiti con ripercussioni negative sui bilanci delle banche. A sua volta l'aumento dei rischi ha l'effetto di indurre le banche a politiche di offerte più prudenti e la rarefazione del credito accresce le difficoltà delle imprese. L'esperienza più recente mostra che le aziende più colpite da questa sequenza di effetti sono quelle patrimonialmente più deboli e con minore capacità di accedere a fonti di finanziamento non bancario<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Si vedano, su questo tema, Panetta F., *Banche, Finanza Crescita*, intervento al Convegno "Oltre la crisi: quale futuro per le banche italiane?" organizzato dall'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa in collaborazione con l'Università Cattolica di Milano (2013) e Panetta F., *Il Credito e il Finanziamento delle Imprese*, Intervento al convegno "Reload Banking. La Banca del domani per un nuovo sviluppo dell'Italia" organizzato dalla Federazione delle Banche di Credito Cooperativo Lazio Umbria Sardegna il 21 giugno 2013.

<sup>8</sup> Su questi effetti si vedano, ad esempio, Albertazzi, U. e D. Marchetti (2010), *Credit supply, flight to quality and evergreening: an analysis of bank-firm relationships after Lehman*, Temi di Discussione, n. 756, Banca d'Italia (2010) e Bonaccorsi di Patti, E. e E. Sette, *Bank Balance Sheets and the Transmission*

Il secondo limite di un modello di finanziamento eccessivamente sbilanciato verso i prestiti bancari riguarda la capacità di destinare alle imprese risorse nelle forme che hanno maggiori capacità di sostenere percorsi di crescita. In particolare, i fondi investiti nelle imprese sotto forma di strumenti di capitale di rischio sono maggiormente idonei rispetto al debito a sostenere la ricerca e l'innovazione e, più in generale, progetti e strategie caratterizzati da elevato rischio e rendimento<sup>9</sup>. Il capitale azionario non richiede garanzie, spesso non disponibili in imprese che effettuano gran parte dei loro investimenti in attività di ricerca e sviluppo, e consente all'investitore di beneficiare interamente dei rendimenti dei progetti innovativi in caso di successo. Studi empirici relativi a più paesi confermano la relazione positiva tra disponibilità di risorse patrimoniali e attività innovativa delle imprese<sup>10</sup>.

Il percorso di aggiustamento delle imprese verso una struttura finanziaria più solida è lungo e complesso; va indirizzato con misure volte a disegnare incentivi appropriati. Gli sforzi principali devono essere indirizzati verso una maggiore patrimonializzazione delle aziende. Alcuni provvedimenti adottati negli ultimi anni si muovono in questa direzione; in qualche caso potrebbe essere opportuno un loro rafforzamento o l'introduzione di correttivi che possano permettere di raggiungere più rapidamente gli obiettivi.

È utile distinguere tra interventi rivolti alla generalità delle imprese e quelli designati per specifiche tipologie di aziende. Le esigenze di finanziamento, infatti, variano con l'età, la dimensione, le prospettive di crescita.

---

*of Financial Shocks to Borrowers: Evidence from the 2007-2008 Crisis*, Temi di Discussione, n. 848, Banca d'Italia (2012).

<sup>9</sup> Si veda, su questo tema, S. Rossi, *Crescita, innovazione e finanza in Italia. Il ruolo delle banche popolari*, intervento al convegno "Banche popolari e imprese innovative. Cooperare per crescere" organizzato dall'Istituto Centrale delle Banche Popolari il 22 febbraio 2013.

<sup>10</sup> Si vedano Atanassov J., V. K. Nanda e A. Seru, *Finance and innovation: the case of publicly traded firms*, «University of Michigan. Ross School of Business Paper», No. 970 (2007) e J. R. Brown, S. M. Fazzari e B. C. Petersen, *Financing innovation and growth: cash flow, external equity, and the 1990s R&D boom*, «Journal of Finance», 64, 1 (2009). Risultati analoghi emergono per le imprese italiane in Magri S., *Does Issuing Equity Help R&D Activity? Evidence from Non-Public Italian High-Tech Manufacturing Firms*, intervento tenuto in occasione del Workshop on Innovation in Italy, Banca d'Italia, Perugia, 13-14 dicembre 2012.

Tra le misure a carattere generale, gli incentivi fiscali per la patrimonializzazione delle imprese introdotti alla fine del 2011 con l'ACE (Aiuto alla Crescita Economica) hanno ridotto in misura significativa i vantaggi fiscali del finanziamento con debito rispetto a quello con capitale di rischio. Si tratta di un intervento che, interessando tutte le imprese indipendentemente dalla dimensione o dalla forma giuridica, ha le potenzialità di indurre un cambiamento di ampia portata nelle scelte di finanziamento delle aziende. I dati ancora preliminari raccolti con il nostro sondaggio congiunturale mostrano che nel biennio 2012-2013 circa il 6 per cento delle imprese dell'industria e dei servizi e il 5 di quelle delle costruzioni sono state indotte ad accrescere la capitalizzazione dalla presenza di tali sgravi fiscali. Si tratta di valori verosimilmente destinati ad aumentare con la ripresa economica, che accrescerà le risorse interne destinabili all'aumento del patrimonio. Diverse analisi indicano che, anche in seguito all'adozione dell'ACE, permane un vantaggio fiscale del ricorso al debito; esistono quindi margini per un rafforzamento delle misure adottate<sup>11</sup>.

Incentivi addizionali, una sorta di Super ACE simile alla Super DIT in vigore tra il 1997 e il 2003, possono essere previsti per le aziende che decidano di raccogliere capitali sul mercato azionario. Il limitato sviluppo della borsa nel nostro paese, infatti, non è da attribuire principalmente alla scarsità di imprese quotabili. Per gli imprenditori, l'ingresso sul mercato dei capitali si associa a un costo fisso legato non tanto alla quotazione in sé, quanto alla maggiore trasparenza che essa comporta rispetto al fisco, alle autorità di controllo, agli azionisti di minoranza<sup>12</sup>. Gli incentivi consentirebbero di compensare, almeno in parte, questi costi.

Nel 2010 è stato creato il Fondo Italiano di Investimento che per le sue dimensioni è divenuto un operatore di primaria importanza nel settore del private equity. Il Fondo ha finora rivolto la sua azione prevalentemente a imprese di dimensione medio-grande adottando modalità operative (tempi di investimento più lunghi e minor

---

<sup>11</sup> Si veda, ad esempio, Panteghini P. et al., *Italy's ACE Tax and Its Effect on a Firm's Leverage*, Economics Discussion Papers, No 2012-31, Kiel Institute for the World Economy (2012).

<sup>12</sup> Per un'analisi delle decisioni delle imprese di quotarsi in borsa si vedano Pagano, M., Panetta, F., e Zingales, L., *Why Do Companies Go Public?*, Journal of Finance, (1998) e Panetta, F., A. Generale e F. Signoretti, *The Causes and Consequences of Going Public. Firm-Level Evidence from Twelve European Countries*, lavoro presentato alla conferenza Bocconi-Consob (2013).

condizionamento delle scelte strategiche) che cercano di rispondere alle caratteristiche delle imprese italiane. È opportuno compiere una valutazione dello strumento per verificarne l'efficacia rispetto agli obiettivi prefissati. Un esito positivo della valutazione potrebbe suggerire l'estensione dell'attività del Fondo ad aziende di minore dimensione. Tra le imprese che hanno mostrato interesse per lo strumento, infatti, sono state numerose quelle con un fatturato inferiore al limite minimo di 10 milioni; in questa fase di difficoltà nel reperimento di risorse esterne, le imprese potrebbero essere meno restie ad aprire il proprio assetto proprietario ad investitori esterni.

L'offerta di capitale di rischio per le imprese neo-costituite e con elevate prospettive di crescita è da decenni all'attenzione del legislatore. Nel confronto internazionale, infatti, il comparto del venture capital nel nostro paese è relativamente poco sviluppato. L'incidenza sul PIL degli investimenti del settore è pari a un terzo rispetto a Francia e Germania e poco più grande di un decimo rispetto agli Stati Uniti. In passato sono stati avviati diversi programmi nazionali e regionali volti alla creazione di fondi per fornire mezzi patrimoniali alle imprese, alcuni di questi con le caratteristiche del venture capital. Gli interventi hanno avuto, tuttavia, carattere frammentario: alcuni programmi sono stati dismessi, altri non sono pienamente operativi. Di recente è stata intrapresa una nuova direzione, con un intervento di natura più organica. Tra il 2011 e il 2012 sono stati introdotti incentivi fiscali per chi investe in fondi di venture capital e nel capitale di rischio di imprese in fase di avvio (start-up innovative), avvicinando in questo modo la normativa italiana a quella degli altri paesi europei.

Accanto al problema del rafforzamento patrimoniale, vi è quello della diversificazione del debito: un maggiore sviluppo del mercato obbligazionario appare come la strada principale da seguire in questa direzione. Negli ultimi mesi si sono registrati segnali di un forte interesse delle aziende e degli investitori. Dall'inizio del 2012 ad oggi le emissioni lorde sono state pari a 65 miliardi; benché si tratti di un flusso di raccolta inferiore a quello di altre economie avanzate, e con costi mediamente più alti a parità di durata e rischio, esso risulta più elevato di circa il 70 per cento rispetto a quello osservato nel periodo precedente la crisi. Hanno fatto ricorso al mercato nuove imprese: tra le circa 70 che hanno emesso obbligazioni nel 2013, poco meno della metà non avevano effettuato collocamenti nei precedenti 10 anni. Alcuni dei nuovi emittenti sono

stati indotti a collocare titoli dalla presenza delle agevolazioni fiscali introdotte con il decreto sviluppo del giugno 2012 (i cosiddetti mini-bond). Gli effetti del provvedimento appaiono, tuttavia, nel complesso ancora limitati: gli emittenti dei minibond, in larga parte imprese di grandi dimensioni e operanti nel settore dei servizi, sono stati poco più di una decina; i titoli collocati hanno un valore complessivo prossimo a 5 miliardi e le singole emissioni sono state quasi tutte di importo superiore a 200 milioni.

Nei mesi più recenti, sulla spinta delle tensioni nel mercato creditizio, sono state avviate o proposte numerose iniziative, basate soprattutto sullo strumento del fondo chiuso, per investire in obbligazioni, o prestiti di imprese non quotate. Questi *credit funds* prevedono generalmente un attento vaglio degli emittenti e una gestione attiva del portafoglio in un orizzonte di investimento di medio-lungo periodo. Tra i finanziatori istituzionali operanti oggi in Italia esistono margini per un significativo ampliamento degli investimenti diretti in obbligazioni private o, indiretti, tramite *credit funds*. Per i fondi comuni aperti, le obbligazioni quotate emesse da società non finanziarie rappresentano una quota molto contenuta del portafoglio complessivo, e i titoli non quotati sono molto al di sotto dei limiti normativi. Investimenti rilevanti possono essere inoltre effettuati dalle compagnie assicurative e dai fondi pensione.

Il contributo alla diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese potenzialmente derivante dai collocamenti privati di obbligazioni e dai *credit funds* non è trascurabile, soprattutto per alcuni segmenti del mercato: finanziamenti a medio e a lungo termine, imprese disposte ad aprirsi al vaglio degli investitori esterni, ma non a sostenere i costi della quotazione in borsa, aziende che intendono ristrutturare la propria attività. Quantificare il potenziale di crescita di queste fonti di credito diverse dal canale bancario è un esercizio assai difficile. Va, infatti, ricordato che gran parte dei prestiti bancari alle piccole imprese sono di importo unitario contenuto, di elevata rischiosità e con un grado modesto di standardizzazione, caratteristiche li rendono poco appetibili per gli investitori istituzionali.

Il tema del finanziamento delle PMI è anche al centro dell'attività delle istituzioni comunitarie. Lo scorso marzo la Commissione Europea ha pubblicato una consultazione (*Libro verde sul finanziamento di lungo periodo dell'economia europea*) con l'obiettivo

di individuare le possibili politiche per favorire il finanziamento degli investimenti a lungo termine. Su richiesta del Consiglio, la Commissione ha recentemente proposto nuovi meccanismi comunitari per la concessione di garanzie sui prestiti alle imprese e per la strutturazione di operazioni di cartolarizzazione (*joint-guarantee* e *joint-securitisation instruments*). In questi strumenti dovrebbero confluire le risorse dei programmi comunitari già esistenti (COSME e Horizon 2020), le risorse del gruppo BEI e parte dei fondi strutturali europei dei paesi membri. L'iniziativa ha diversi obiettivi: i) aumentare l'efficacia dei programmi di sostegno finanziario alle PMI, riducendone la frammentazione e sfruttando le opportunità di diversificazione del mercato europeo, ii) rilanciare il canale di finanziamento bancario, attraverso l'offerta di garanzie pubbliche e favorendo lo sviluppo di un mercato delle cartolarizzazioni. Quest'ultimo tipo di intervento avrebbe l'obiettivo di riattivare un mercato delle cartolarizzazioni che potrebbe, nel medio termine, migliorare la capacità delle banche di erogare credito.

Sarà tuttavia necessario evitare che le differenze tra i sistemi finanziari e produttivi nazionali rendano l'accesso più difficile per alcuni paesi rispetto ad altri. Per questo è importante che i programmi si adattino alle caratteristiche delle singole economie e, allo stesso tempo, prevedano la possibilità per ciascun paese di allocare le proprie risorse a quei programmi, nazionali o comunitari, che si saranno dimostrati più efficaci.

#### **4. Conclusioni**

L'economia italiana si sta avviando al punto di svolta di una lunga crisi. Con la ripresa si attenueranno le tensioni finanziarie che hanno caratterizzato le attività delle imprese nel passato biennio. Il ritorno a condizioni di normalità nel funzionamento del mercato del credito è un processo graduale. Nel breve termine un contributo rilevante dovrà ancora venire dagli strumenti di sostegno alle imprese avviati o rafforzati durante la crisi, quale il sistema di garanzia pubblica sul credito.

È tuttavia, necessario continuare l'azione per un aggiustamento di più lungo termine della struttura patrimoniale delle imprese volto a innalzare i livelli di patrimonio e a diversificare le fonti di finanziamento. I cambiamenti richiesti hanno spesso incontrato grandi resistenze, profondamente radicate in comportamenti sedimentati da parte di

imprese, intermediari, risparmiatori. Le tensioni finanziarie degli ultimi anni, tuttavia, hanno accresciuto gli incentivi delle aziende a ricercare forme alternative di finanziamento, basate su un maggiore contributo del capitale di rischio o dei capitali raccolti sul mercato.

Le risorse a disposizione del legislatore per indirizzare questo processo di cambiamento sono scarse. Occorre, quindi, evitare di aumentare il già alto grado di frammentazione degli strumenti pubblici a sostegno delle imprese. Gli interventi beneficerebbero dall'introduzione di sistemi di controllo rispetto agli obiettivi idonei a misurare i progressi compiuti. Alcune scelte chiare sono state già effettuate anche in questi difficili tempi di crisi, come ad esempio l'introduzione degli incentivi fiscali per gli aumenti di capitale. Imprese più robuste patrimonialmente, potranno più facilmente beneficiare delle opportunità di diversificazione delle fonti di debito.



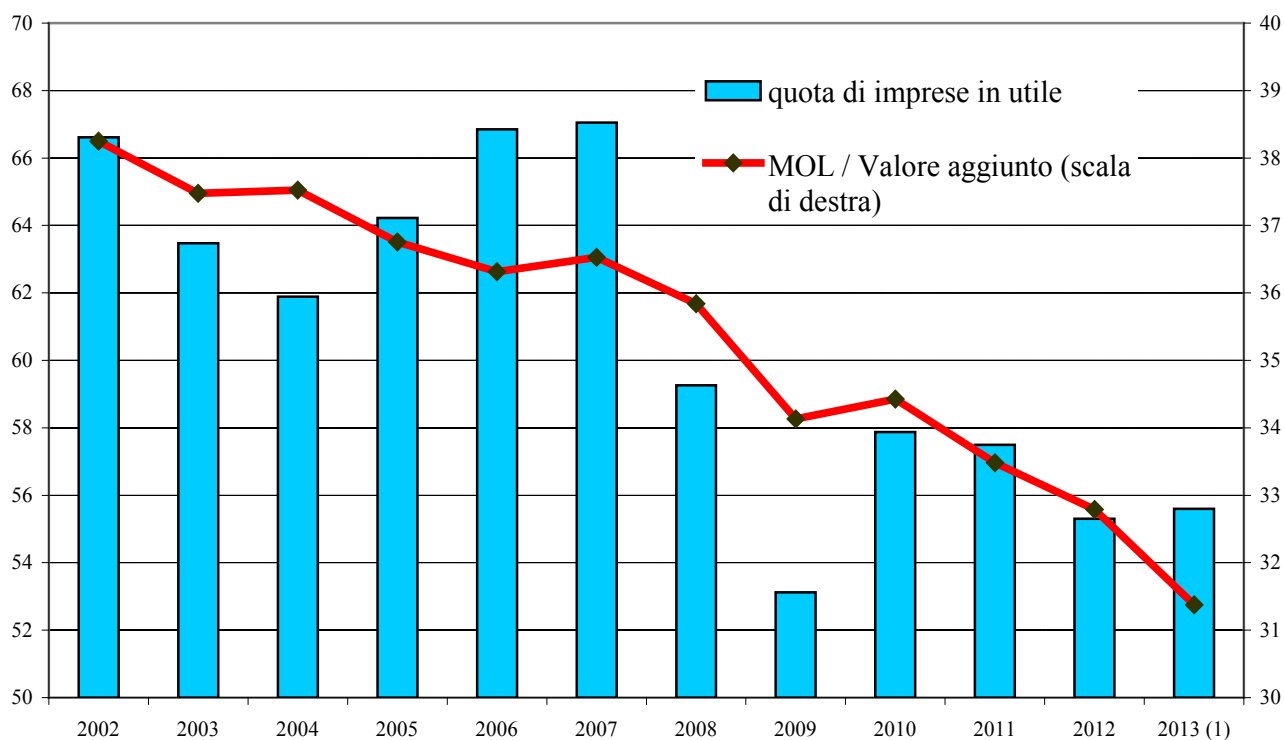


*FIGURE*



Figura 1

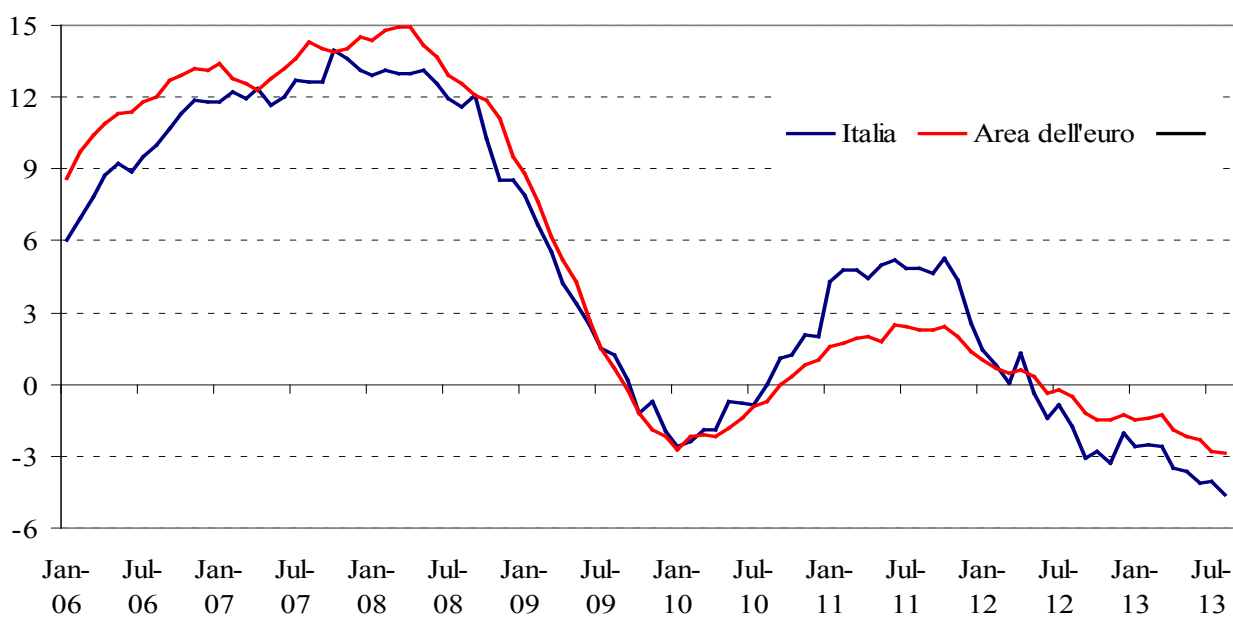
**REDDITIVITÀ DELLE IMPRESE**  
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*, e Istat.  
(1) Dati provvisori. Il MOL e il valore aggiunto sono riferiti al secondo trimestre dell'anno.

Figura 2

**CREDITO ALLE IMPRESE IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO**  
(tassi di variazione sui dodici mesi corretti per le cartolarizzazioni)

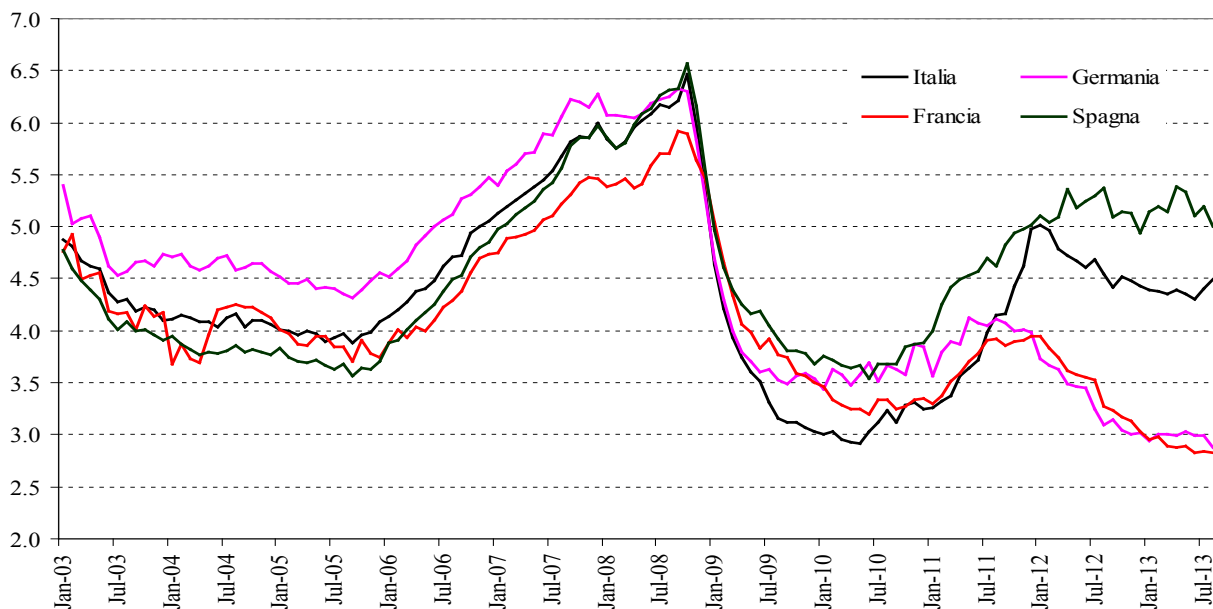


Fonte: Banca Centrale Europea.

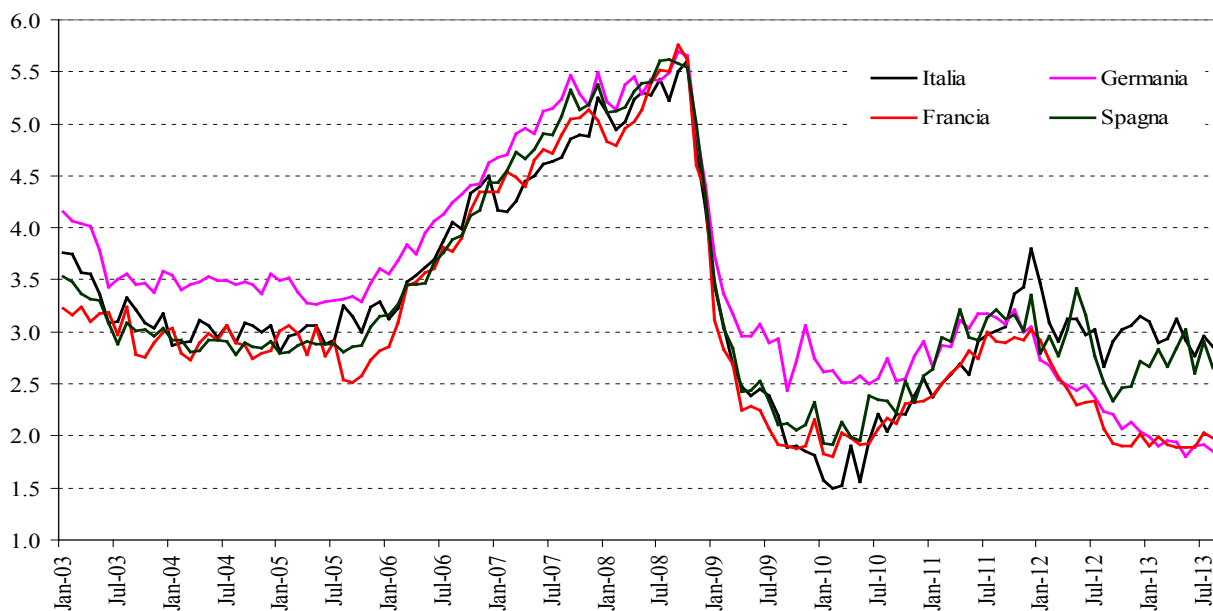
Figura 3

**TASSI DI INTERESSE SUI NUOVI PRESTITI BANCARI ALLE IMPRESE (1)**  
(valori percentuali)

*prestiti di importo fino a un milione*



*prestiti di importo superiore a un milione*

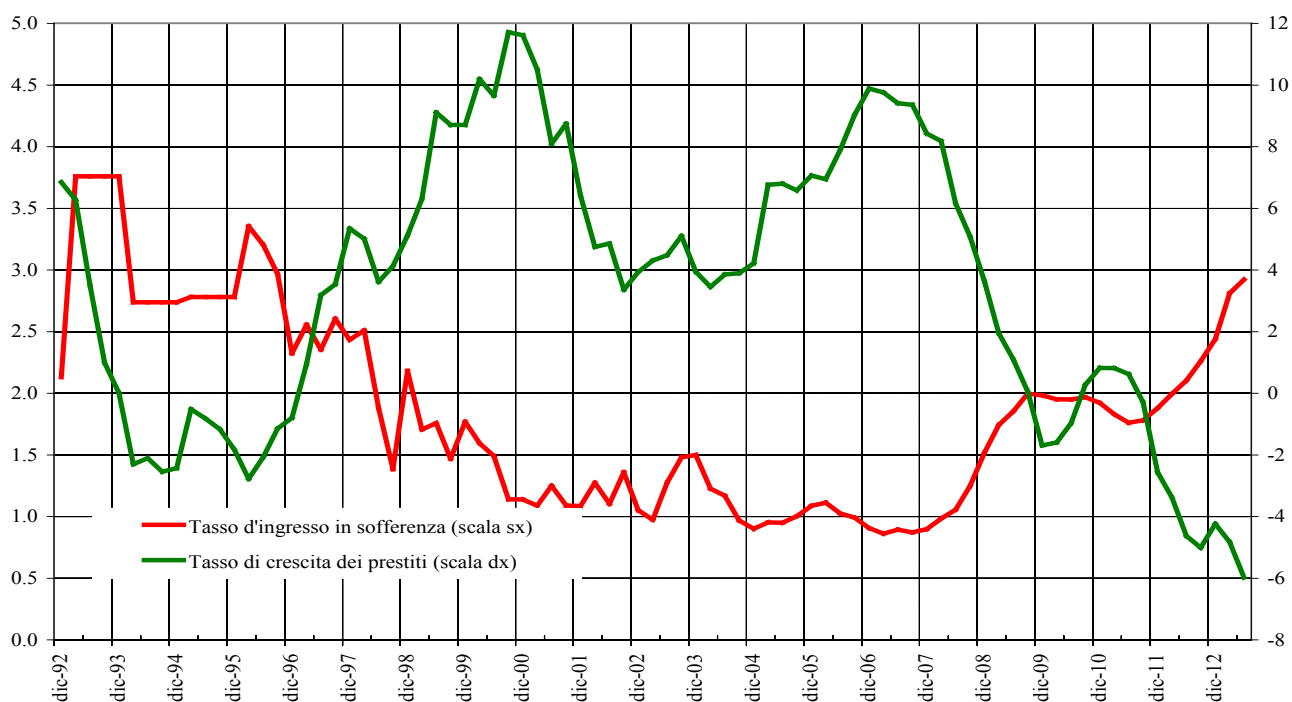


Fonte: Banca Centrale Europea.

(1) Nuove operazioni. Sono esclusi i finanziamenti in conto corrente.

Figura 4

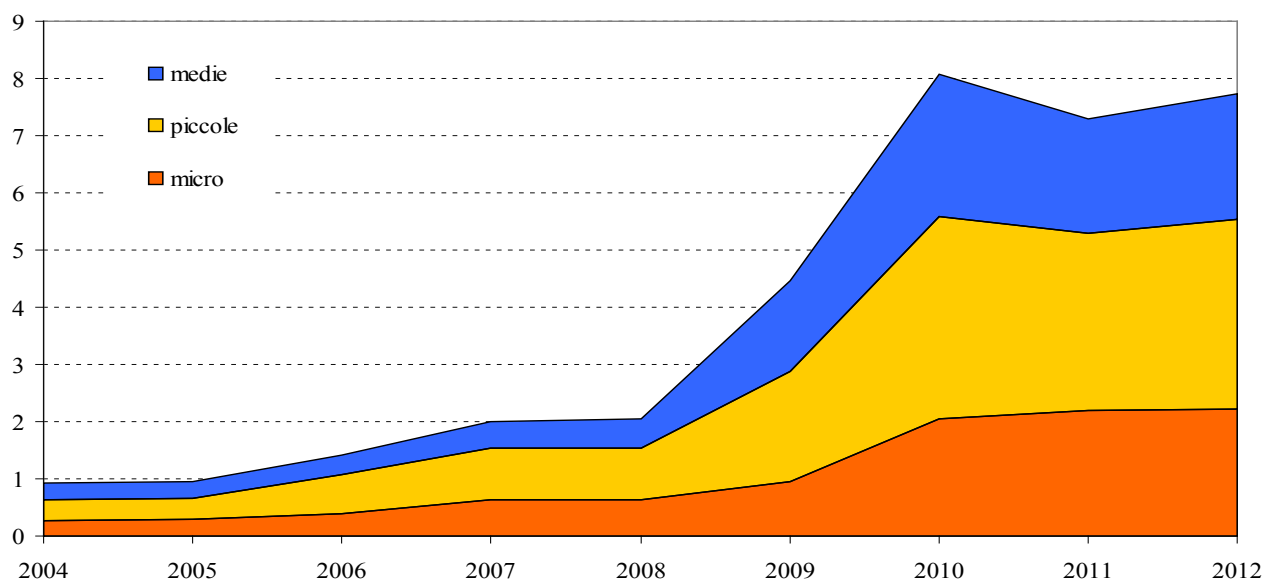
**PRESTITI E SOFFERENZE (1)**  
(tassi di crescita sui 12 mesi e valori percentuali)



(1) Dati riferiti all'intera economia. I prestiti sono al netto delle sofferenze e dei pronti contro termine e deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo.

Figura 5

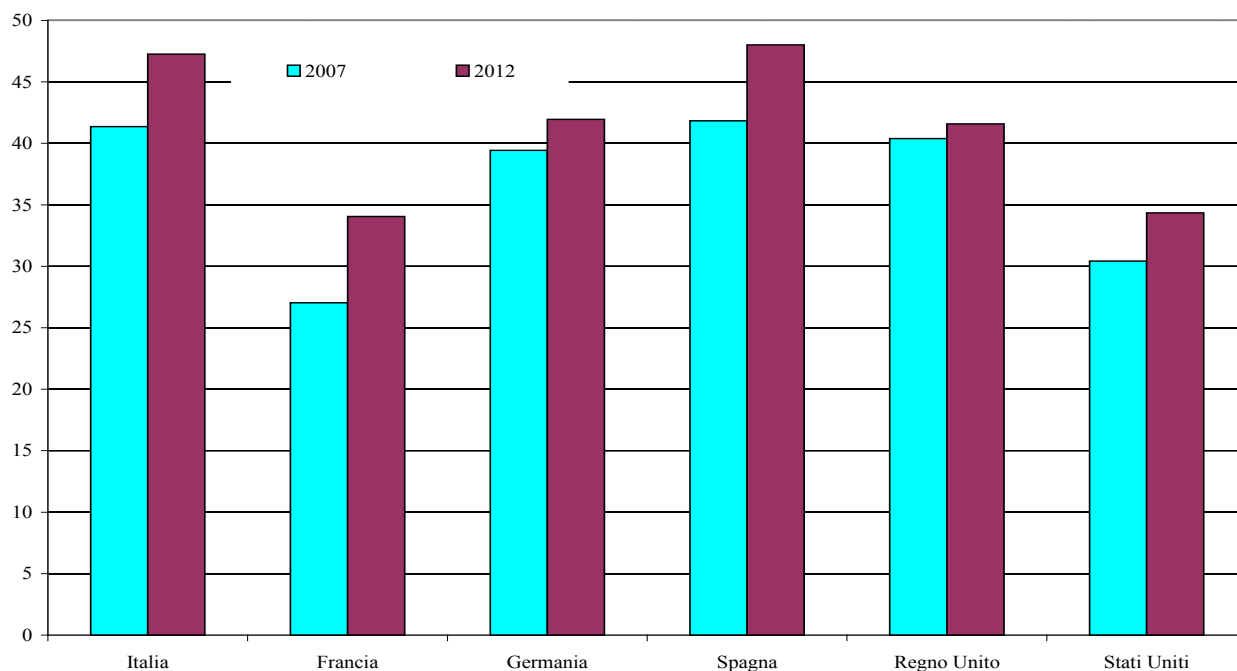
**PRESTITI GARANTITI DAL FONDO DI GARANZIA  
PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE**  
(miliardi)



Fonte: Comitato di gestione del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese.

Figura 6

**LEVERAGE DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE(1)**  
(valori percentuali)

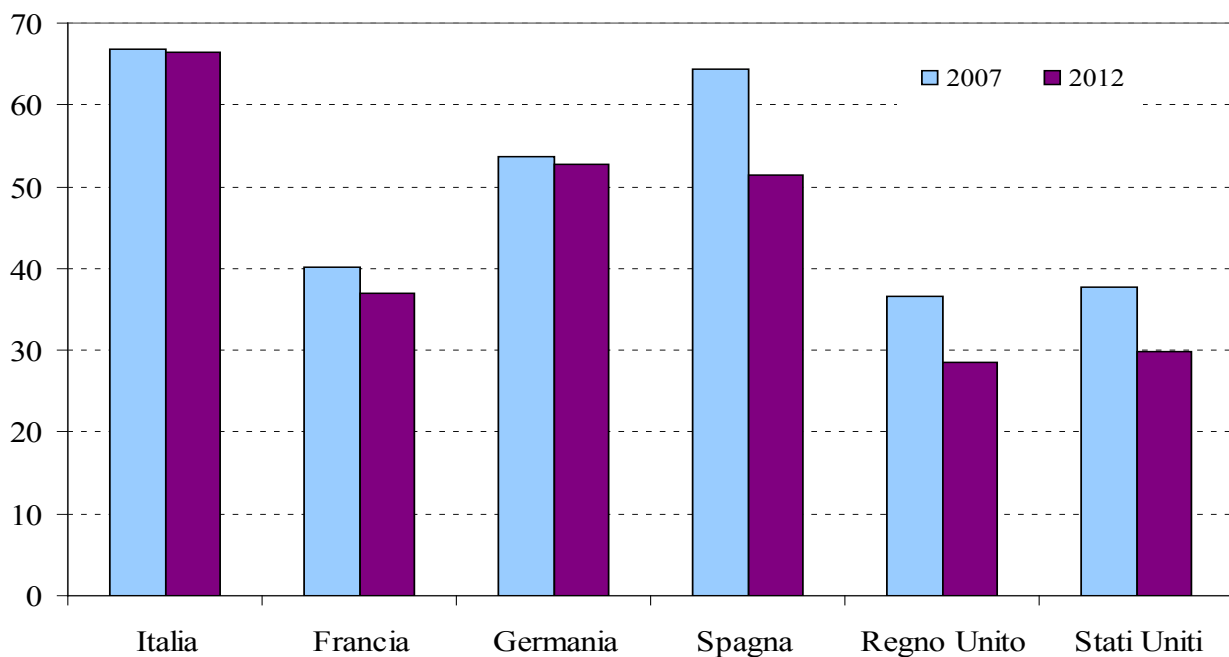


Fonte: Conti finanziari.

(1) Rapporto tra debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato.

Figura 7

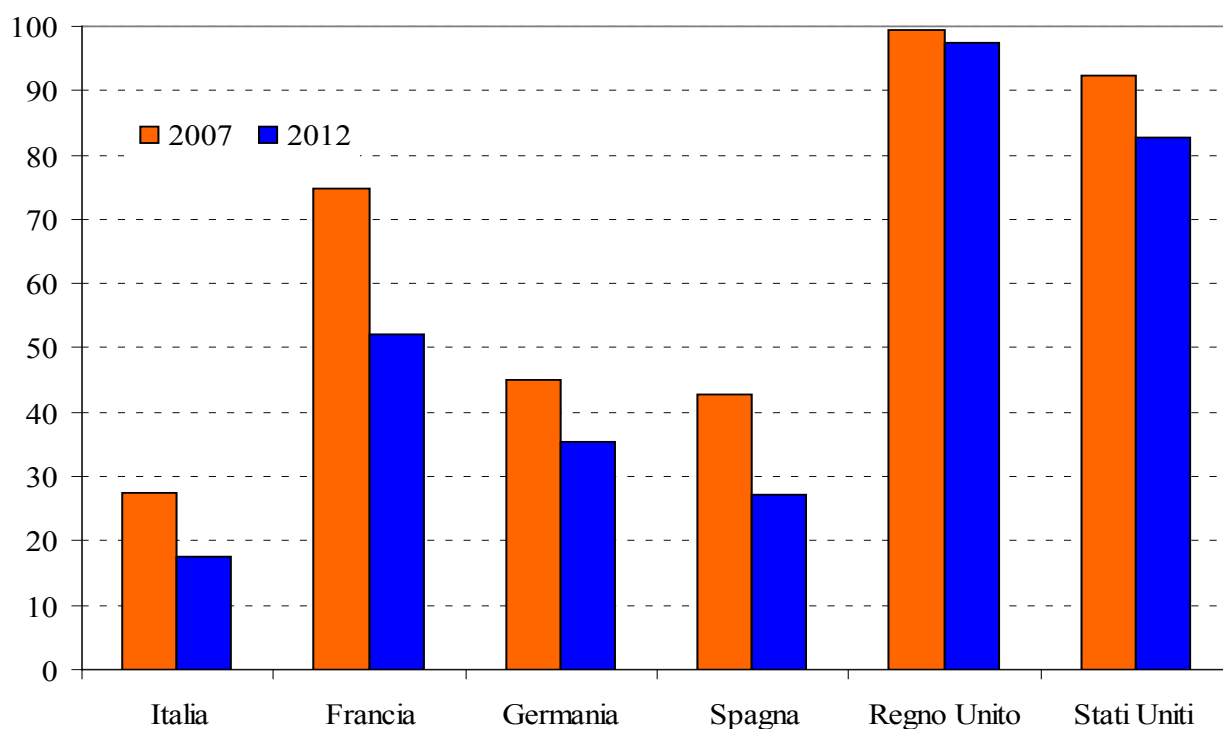
**RAPPORTO TRA DEBITI BANCARI E DEBITI FINANZIARI**  
**DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE**  
(valori percentuali)



Fonte: Conti Finanziari.

Figura 8

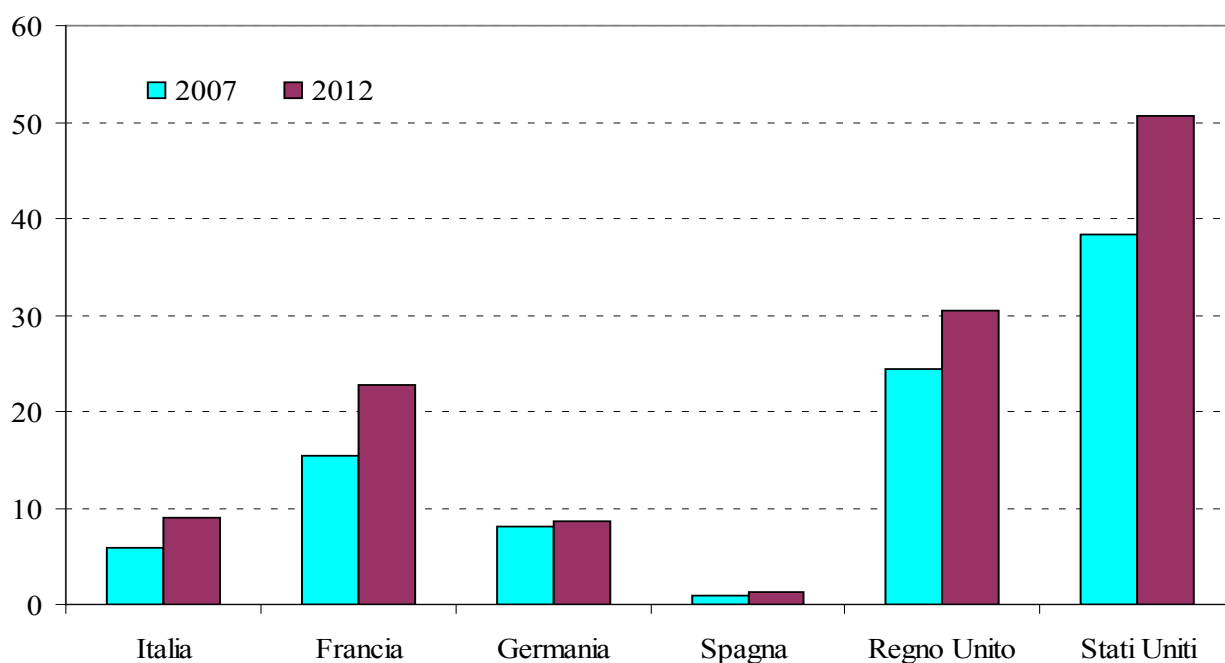
**CAPITALIZZAZIONE DI BORSA DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE**  
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su Datastream.

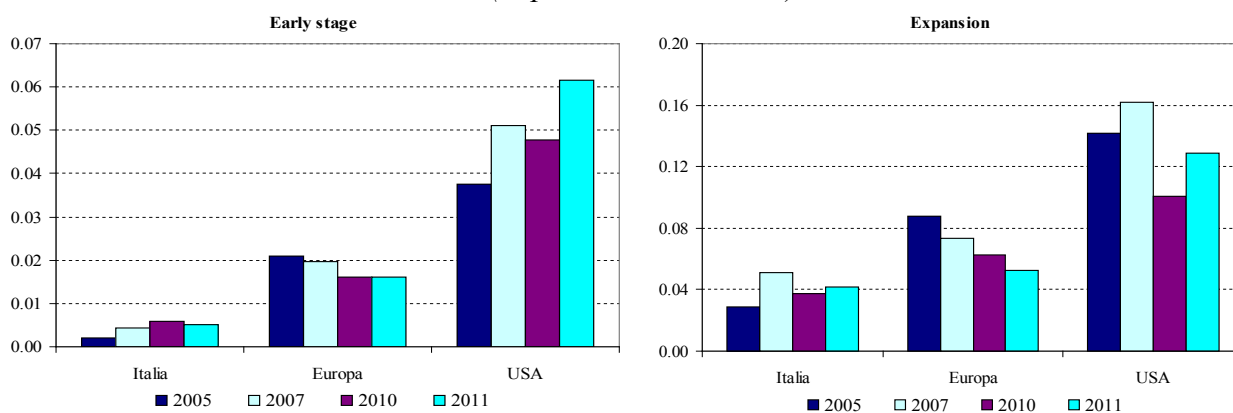
Figura 9

**RAPPORTO TRA OBBLIGAZIONI E DEBITI FINANZIARI**  
**DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE**  
(valori percentuali)



Fonte: Conti finanziari.

**INVESTIMENTI DELLE SOCIETÀ DI VENTURE CAPITAL (1)**  
(in percentuale del PIL)



Fonti: AIFI per l'Italia, EVCA per l'Europa e NVCA per gli Stati Uniti

(1) Per l'Europa l'aggregato expansion comprende gli importi del later stage venture e del growth capital, per gli Stati Uniti è ottenuto sommando expansion e later stage.



