

## 14. LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2007 il settore privato non finanziario (famiglie e imprese) ha registrato, per la prima volta dal 1995, un saldo finanziario lievemente negativo (tav. 14.1). Vi hanno contribuito il livello contenuto del risparmio finanziario delle famiglie e la marcata crescita del fabbisogno delle imprese.

Il risparmio finanziario delle famiglie, che misura la differenza tra i flussi di attività e passività finanziarie, è sceso al 3,4 per cento del prodotto, un valore assai inferiore a quanto registrato in media negli ultimi dieci anni (5,7 per cento). Nell'anno sono aumentati gli investimenti finanziari in depositi a lunga scadenza e in titoli a medio e a lungo termine. È proseguita la cessione di quote di fondi comuni e, per la prima volta dal 1995, si sono registrati disinvestimenti netti nel comparto assicurativo. Nel 2007 l'indebitamento finanziario a medio e a lungo termine delle famiglie è cresciuto a un ritmo più contenuto; gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito hanno raggiunto il 7,9 per cento del reddito disponibile, quasi un punto percentuale in più rispetto all'anno precedente.

La redditività operativa delle imprese è rimasta stabile sui bassi livelli del 2006. L'aumento degli oneri finanziari netti (dal 5,2 al 6,2 per cento del valore aggiunto) ha concorso a mantenere il grado di copertura degli investimenti con risorse interne su un valore tra i più bassi dell'ultimo decennio (45 per cento). Il fabbisogno finanziario è aumentato al 3,5 per cento del PIL, dal 2,4 dell'anno precedente, ed è stato coperto ricorrendo principalmente all'indebitamento bancario. I debiti finanziari delle imprese hanno raggiunto il 74 per cento del PIL; benché in aumento, tale rapporto risulta ancora contenuto nel confronto internazionale. Il leverage, calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, ha ripreso a crescere dopo tre anni di sostanziale stabilità, raggiungendo il 41 per cento. La quota di credito concessa alle imprese finanziariamente meno solide è diminuita.

### *Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie*

In presenza di una crescita dei consumi che, seppur contenuta, è stata superiore a quella del reddito disponibile (cfr. il capitolo 8: *La domanda, l'offerta e i prezzi*), il risparmio finanziario delle famiglie (consumatrici, produttrici e istituzioni sociali private) si è ridotto nel 2007, risultando pari a 52 miliardi e al 3,4 per cento del PIL (68 miliardi e 4,6 per cento, rispettivamente, nel 2006; tav. 14.1). Tenendo conto della perdita di potere d'acquisto dovuta all'inflazione, la riduzione risulta più marcata.

Il rapporto tra il risparmio finanziario delle famiglie italiane e il prodotto ha mostrato una tendenza alla riduzione dall'inizio di questo decennio, ma nel 2006 risultava ancora superiore a quello dell'area dell'euro, dove era pari al 3,1 per cento. Per le famiglie del Regno Unito e degli Stati Uniti, il saldo finanziario risulta, invece, debitorio a partire dalla fine degli anni novanta, un fenomeno connesso con l'elevata crescita dell'indebitamento del settore.

Tavola 14.1

<b>Saldi finanziari (1)</b> (milioni di euro e valori percentuali)				
SETTORI	2004	2005	2006	2007
Famiglie (2)	83.646	71.179	68.004	51.874
di cui: <i>con l'estero</i>	1.319	42.141	32.559	221
Società non finanziarie	-12.752	-27.796	-36.065	-53.611
di cui: <i>con l'estero</i>	13.683	53.960	38.631	76.390
Amministrazioni pubbliche	-49.612	-60.940	-49.754	-30.683
di cui: <i>con l'estero</i>	-19.269	-91.578	-36.967	7.264
Istituzioni finanziarie monetarie	19.757	11.808	-17.108	25.667
di cui: <i>con l'estero</i>	27.566	-47.978	-62.700	-67.073
Altri intermediari finanziari (3)	-29.248	21.777	9.442	14.862
di cui: <i>con l'estero</i>	-44.638	5.711	-26.257	-22.049
Imprese di assicurazione (4)	-15.684	-26.988	11.942	-28.514
di cui: <i>con l'estero</i>	17.445	26.785	41.195	-10.619
Resto del mondo	3.894	10.959	13.539	20.404
<i>Per memoria:</i>				
Settore privato non finanziario	70.894	43.383	31.939	-1.737
di cui: <i>con l'estero</i>	15.002	96.101	71.190	76.611
<b>In percentuale del PIL</b>				
Famiglie	6,0	5,0	4,6	3,4
Società non finanziarie	-0,9	-1,9	-2,4	-3,5
Amministrazioni pubbliche	-3,6	-4,3	-3,4	-2,0
Società finanziarie (5)	-1,8	0,5	0,3	0,8
Resto del mondo	0,3	0,8	0,9	1,3
<b>In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (6)</b>				
Famiglie	3,6	2,5	3,3	1,2
Società non finanziarie	0,3	-0,7	-1,8	-2,3
Amministrazioni pubbliche	-1,6	-2,1	-2,2	-0,2

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. Il settore privato include le famiglie e le società non finanziarie. – (2) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (3) Sono inclusi gli ausiliari finanziari. – (4) Include anche i fondi pensione. – (5) Istituzioni finanziarie monetarie, altri intermediari finanziari, imprese di assicurazione e ausiliari finanziari. – (6) Nel calcolo della correzione per l'inflazione sono considerati soltanto gli strumenti finanziari denominati in euro, aventi valore monetario fisso alla scadenza.

Nel 2007, secondo dati ancora preliminari, la ricchezza netta delle famiglie italiane, costituita dallo stock di attività finanziarie e reali al netto delle passività, risulterebbe pari a circa otto volte il reddito disponibile, un valore sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente. In base alle ultime informazioni disponibili, nel nostro paese il rapporto tra ricchezza netta e reddito è più elevato di quello osservato in Germania, negli Stati Uniti e in Giappone e in linea con quello della Francia e del Regno Unito. L'alto valore del rapporto in Italia è dovuto sia alla maggiore incidenza della ricchezza immobiliare, in prevalenza connessa con l'elevata percentuale di famiglie proprietarie dell'abitazione di residenza, sia al minore indebitamento del settore (cfr. *La ricchezza delle famiglie italiane 1995-2005*, in *Supplementi al Bollettino statistico, Indicatori monetari e finanziari*, n. 75, 19 dicembre 2007).

Analisi empiriche indicano che la ricchezza netta presenta una concentrazione maggiore rispetto al reddito. In base all'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia (basata su un campione di circa 8.000 nuclei familiari), nel 2006 il 10 per cento delle famiglie più ricche possedeva quasi il 45 per cento della ricchezza netta totale, quota sostanzialmente invariata rispetto alla precedente rilevazione del 2004 (43 per cento), mentre il 10 per cento delle famiglie con redditi più elevati deteneva il 26 per cento dei redditi complessivi. Un'analisi comparata relativa alla concentrazione della ricchezza mostra che essa non è superiore a quella riscontrata in altri paesi industriali.

Tavola 14.2

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)					
(milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2007	Composizione percentuale		2006	2007
		dic. 2006	dic. 2007		
<b>ATTIVITÀ</b>					
Biglietti e depositi a vista	587.941	15,9	15,9	31.273	2.285
di cui: <i>depositi</i>	498.910	13,6	13,5	23.357	-2.733
Altri depositi	380.635	9,4	10,3	26.867	34.503
Titoli a breve termine	26.044	0,4	0,7	14.353	13.572
Titoli a medio e a lungo termine	584.115	14,5	15,8	21.052	61.345
di cui: <i>pubblici</i>	177.564	4,3	4,8	-4.479	25.685
<i>di impresa</i>	51.456	1,2	1,4	4.901	10.555
<i>bancari</i>	355.095	9,0	9,6	20.631	25.106
Quote di fondi comuni	185.941	6,1	5,0	-36.400	-31.430
Azioni e partecipazioni	880.089	25,3	23,8	5.130	24.159
Attività sull'estero	326.758	8,8	8,8	32.559	221
di cui: <i>depositi</i>	17.578	0,4	0,5	11.404	3.116
<i>titoli a breve termine</i>	1.674	0,0	0,0	463	563
<i>titoli a medio e a lungo termine</i>	126.695	3,4	3,4	9.694	3.611
<i>azioni e partecipazioni</i>	100.062	2,7	2,7	1.227	-3.527
<i>quote di fondi comuni</i>	80.749	2,2	2,2	9.771	-3.542
Riserve per premi di assicurazione (2)	609.872	16,6	16,5	33.178	-948
di cui: <i>riserve ramo vita</i>	364.272	10,2	9,9	20.832	-9.091
Altre attività (3)	115.899	3,0	3,1	-2.092	7.213
<b>Totale attività</b>	<b>3.697.294</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>125.920</b>	<b>110.920</b>
<b>PASSIVITÀ</b>					
Debiti a breve termine (4)	56.271	7,9	7,6	796	2.302
di cui: <i>bancari</i>	53.601	7,6	7,3	506	1.791
Debiti a medio e a lungo termine (5)	469.468	62,5	63,7	48.767	46.466
di cui: <i>bancari</i>	410.779	55,7	55,7	40.071	34.286
Altre passività finanziarie (6)	211.479	29,6	28,7	8.353	10.277
<b>Totale passività</b>	<b>737.218</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>57.916</b>	<b>59.045</b>
<b>SALDO</b>	<b>2.960.076</b>			<b>68.004</b>	<b>51.875</b>
<small>(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: <i>Note metodologiche</i>. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) La voce è costituita da: riserve tecniche assicurative dei rami vita e danni, fondi pensione e TFR. – (3) La voce è costituita da: crediti commerciali e altre partite minori. – (4) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (5) Includono anche i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. – (6) La voce è costituita da: debiti commerciali, fondi di quiescenza e altre partite minori.</small>					

*Le attività finanziarie.* – Nel 2007 le famiglie italiane hanno ceduto quote di fondi comuni italiani (31 miliardi) ed esteri (3,5 miliardi; tav. 14.2), in presenza di un aumento dei rendimenti su attività alternative e del peggioramento delle condizioni dei mercati finanziari nella seconda parte dell'anno. Per la prima volta dal 1995, si è registrato un consistente deflusso netto anche nel comparto dei prodotti finanziari assicurativi, inclusi nelle riserve per premi di assicurazione del ramo vita. In presenza di un aumento del costo opportunità di detenere attività liquide, i depositi a vista si sono ridotti. Il maggior rendimento offerto ha accresciuto gli investimenti netti in titoli a medio e a lungo termine e in depositi a più lunga scadenza: la quota di questi strumenti sulla consistenza delle attività finanziarie è rispettivamente aumentata dal 18 al 19 per cento e dal 9 al 10 per cento.

Le turbolenze sui mercati finanziari internazionali, manifestatesi dall'estate, si sono associate, nel secondo semestre del 2007, a una ricomposizione degli investimenti di portafoglio delle famiglie italiane verso strumenti finanziari meno rischiosi. In tale periodo, gli investimenti hanno privilegiato soprattutto depositi bancari, buoni e libretti postali e pronti contro termine, a fronte di un calo consistente degli acquisti netti di azioni, che erano invece fortemente aumentati nella prima parte dell'anno.

*L'evoluzione degli investimenti finanziari in base ai dati microeconomici.* – È dall'inizio del decennio che i risparmiatori italiani hanno mostrato un minore interesse nei confronti dei prodotti del risparmio gestito, anche per ragioni di natura strutturale (cfr. il capitolo 16: *Gli investitori istituzionali*). Dall'Indagine sui bilanci delle famiglie (IBF) della Banca d'Italia emerge che la percentuale di famiglie che detiene fondi comuni italiani è diminuita tra il 2000 e il 2006 dal 12 all'8 per cento (tav. 14.3); una dinamica simile ha interessato le gestioni patrimoniali. La riduzione degli investimenti in fondi comuni - sia in termini di possesso sia in termini di incidenza sul valore del portafoglio di attività finanziarie - è stata percentualmente più ampia per le famiglie con redditi inferiori alla mediana. Per le famiglie con reddito più elevato, l'allontanamento dai fondi comuni si è associato a una riduzione del ricorso alle gestioni patrimoniali, detenute prevalentemente da questi nuclei familiari.

**Tavola 14.3**

<b>Attività finanziarie delle famiglie per quartile di reddito (1)</b> (valori percentuali)								
REDDITO DISPONIBILE ANNUO	Depositi (2)	Titoli di Stato	Obbligazioni	Fondi comuni	Azioni	Gestioni patrimoniali	Titoli esteri	Altro (3)
<b>2000</b>								
1° quartile	55,7	3,7	0,8	1,4	1,2	0,1	0,0	0,3
2° quartile	81,1	8,0	2,5	6,0	4,2	0,9	0,4	1,1
3° quartile	90,2	13,6	5,9	12,1	9,8	3,2	0,7	1,5
4° quartile	94,5	21,9	14,2	27,1	23,5	7,6	3,6	3,3
<b>Totale</b>	<b>80,4</b>	<b>11,8</b>	<b>5,8</b>	<b>11,6</b>	<b>9,7</b>	<b>3,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>
<b>2006</b>								
1° quartile	63,5	2,2	1,0	1,1	0,8	0,2	0,2	0,5
2° quartile	83,9	5,9	2,6	2,9	2,2	0,5	0,5	1,3
3° quartile	92,9	11,5	6,5	9,3	5,3	1,3	0,7	2,5
4° quartile	95,1	16,2	15,6	19,0	17,2	3,5	1,7	3,7
<b>Totale</b>	<b>83,8</b>	<b>9,0</b>	<b>6,4</b>	<b>8,1</b>	<b>6,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>

Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
 (1) Percentuali di famiglie che detengono attività finanziarie sul totale delle famiglie presenti nell'Indagine. – (2) Comprende anche pronti contro termine e certificati di deposito, depositi, libretti e buoni postali. – (3) Include quote di società a responsabilità limitata e di società di persone e prestiti a società cooperative.

Nello stesso periodo sono aumentati sia la percentuale di famiglie con depositi bancari e postali (dall'80 per cento nel 2000 all'84 per cento nel 2006), sia il peso di questi strumenti sul totale delle attività finanziarie. La riallocazione verso i depositi ha riguardato soprattutto i risparmiatori con un reddito inferiore alla mediana, rivelando un'accresciuta avversione al rischio. L'aumento degli acquisti di obbligazioni private (emesse da banche o imprese) è concentrato prevalentemente tra le famiglie con reddito e ricchezza superiori alla mediana.

*La riallocazione del portafoglio delle famiglie dai fondi comuni verso strumenti bancari o postali è confermata anche considerando il gruppo di 292 famiglie che nella IBF del 2000 dichiaravano di possedere quote di fondi comuni e che sono censite anche nella IBF del 2006. Già nel 2000 questo gruppo era caratterizzato da redditi e ricchezza più elevati rispetto al resto del campione. Delle famiglie considerate, soltanto il 40 per cento circa deteneva ancora fondi comuni nel 2006; queste ultime presentano più alti livelli di reddito e di ricchezza netta, soprattutto nella componente finanziaria; anch'esse hanno peraltro ridotto la percentuale del proprio patrimonio investita in prodotti del risparmio gestito, dal 43 al 28 per cento (dal 34 al 27 per cento per i soli fondi comuni) e le risorse rese disponibili sono state investite in obbligazioni private. Le famiglie che hanno invece abbandonato i fondi comuni hanno riallocato i propri portafogli prevalentemente in depositi bancari e prodotti postali e, in misura inferiore, in obbligazioni.*

Nella IBF riferita all'anno 2006 sono state inserite sei domande volte a rilevare la capacità di interpretare in modo rapido e corretto l'informazione economica utilizzata nel formulare le scelte più comuni in campo finanziario. Complessivamente i risultati di questo esercizio indicano che circa la metà delle famiglie italiane non dispone delle nozioni indispensabili per effettuare con competenza le operazioni finanziarie più diffuse. Ad esempio, la metà del campione non è stata in grado di individuare il saldo in un estratto conto di un deposito in conto corrente; il 60 per cento ha mostrato difficoltà con il concetto di interesse composto e ben il 70 per cento non è stato in grado di interpretare un grafico che illustra il rendimento di due attività finanziarie su un orizzonte pluriennale. Il grado di competenza finanziaria è, a parità di altre condizioni, correlato positivamente con l'istruzione, aumenta con l'età, ma non in modo lineare, fino a raggiungere un massimo attorno ai 45 anni ed è più elevato per gli uomini e nelle regioni settentrionali. I dati mostrano anche una forte correlazione tra le risposte corrette e l'utilizzo effettivo di strumenti finanziari, anche se non è stato possibile individuare con precisione la direzione del nesso causale.

*La composizione delle attività finanziarie nel confronto internazionale.* – Il confronto con i principali paesi industriali, basato su dati aggregati, indica che in Italia la quota delle obbligazioni e dei titoli di Stato sul complesso delle attività finanziarie delle famiglie è molto più elevata (tav. 14.4). Se in passato il fenomeno era dovuto principalmente alla componente dei titoli pubblici, si è successivamente assistito a una progressiva sostituzione di questi ultimi con obbligazioni bancarie, che nel 2007 rappresentavano il 48 per cento del complesso delle obbligazioni e dei titoli di Stato (8 per cento nel 1995). Anche il peso delle obbligazioni estere è risultato in crescita dal 7 per cento nel 1995 al 17 nel 2007; la quota dei titoli emessi da imprese, sebbene aumentata dall'1 per cento del 1995 al 7 per cento del 2007, rimane contenuta.

Nel decennio in corso la minore propensione a investire in fondi comuni si è osservata anche in altri paesi europei, sebbene in misura meno intensa che in Italia (tav. 14.4). Negli altri principali paesi industriali il peso dei fondi comuni risulta ancora in crescita.

Tavola 14.4

Composizione delle attività finanziarie delle famiglie (1) (consistenze di fine periodo)								
PAESI E ANNI	Circolante e depositi	Titoli di Stato e altre obbligazioni	Azioni (2) e quote di fondi comuni		Altre attività (3)	Per memoria:		
			di cui: quote di fondi comuni			Attività finanziarie	Passività finanziarie di cui: debiti finanziari	
Quote percentuali sul totale						In rapporto al reddito disponibile		
<b>Francia</b>								
1996	40,0	5,1	25,0	12,1	30,0	2,21	0,63	0,54
2000	33,4	2,9	29,6	11,3	34,2	2,67	0,72	0,56
2006	29,1	1,4	29,3	9,4	40,1	2,90	0,84	0,70
<b>Germania</b>								
1996	41,5	11,5	19,1	7,4	27,9	2,18	0,95	0,93
2000	34,2	9,0	27,4	11,3	29,3	2,52	1,06	1,05
2006	33,9	10,3	24,9	11,6	31,0	2,80	0,97	0,96
<b>Italia</b>								
1996	36,4	26,7	23,2	5,5	13,7	2,65	0,39	0,25
2000	22,9	17,1	45,8	15,3	14,2	3,63	0,51	0,32
2006	25,7	18,4	36,4	8,3	19,6	3,61	0,67	0,47
<b>Spagna</b>								
1996	47,3	2,7	34,3	14,1	15,7	2,08	0,59	0,46
2000	39,8	2,5	40,4	13,7	17,3	2,49	0,81	0,69
2006	36,9	2,3	43,8	11,3	17,1	2,90	1,33	1,24
<b>Area dell'euro (4)</b>								
1996	39,6	13,2	22,6	....	24,6	2,39	0,68	0,63
2000	31,0	9,3	33,4	....	26,3	2,87	0,81	0,74
2006	31,2	8,5	29,7	....	30,5	3,09	0,98	0,91
<b>Regno Unito</b>								
1996	23,7	2,0	19,7	3,9	54,7	3,97	1,05	0,95
2000	20,3	1,5	23,1	4,9	55,1	4,86	1,14	1,05
2006	26,0	0,8	14,7	4,3	58,5	4,60	1,69	1,53
<b>Stati Uniti (5)</b>								
1996	12,4	9,4	46,4	8,8	31,9	4,19	0,95	0,91
2000	10,3	6,5	50,3	11,1	33,0	4,59	1,03	0,99
2006	13,0	8,2	44,3	13,1	34,5	4,49	1,40	1,35
<b>Giappone</b>								
1996	51,8	6,9	10,3	2,4	31,0	3,91	1,31	1,10
2000	53,7	4,6	10,1	2,6	31,5	4,34	1,33	1,13
2006	50,1	4,7	16,1	4,4	29,2	4,91	1,29	1,07

Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Central Statistical Office, *United Kingdom National Accounts, (The Blue Book)* per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States* per gli Stati Uniti, BCE per l'area dell'euro.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Comprendono anche le partecipazioni. – (3) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e altre partite minori. – (4) Il dato del 1996 si riferisce all'area composta da 12 paesi. – (5) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro.

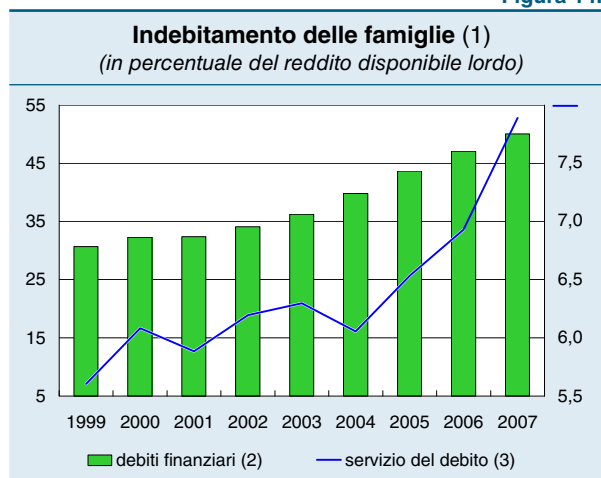
*I debiti finanziari.* – Nel 2007 i debiti finanziari a medio e a lungo termine delle famiglie hanno decelerato (tav. 14.2): rispetto all'anno precedente, la crescita dei prestiti per l'acquisto di abitazioni e del credito al consumo, pur rimanendo su livelli ancora elevati, è stata più contenuta (cfr. il capitolo 17: *Gli intermediari creditizi*).

Alla fine dell'anno, i debiti finanziari delle famiglie italiane erano pari al 50 per cento del reddito disponibile (47 per cento nel 2006; fig. 14.1), un valore ancora nettamente inferiore a quello osservato in media nell'area dell'euro (pari a circa il 90 per cento) e negli altri principali paesi industriali (tav. 14.4). L'indebitamento risulta contenuto sebbene nei dati aggregati il settore delle famiglie includa anche quelle produttrici, particolarmente numerose nel nostro paese; se si considerano le sole famiglie consumatrici, l'incidenza dei debiti finanziari sul reddito disponibile è pari, in Italia, al 42 per cento. Nel confronto internazionale risulta bassa anche la percentuale di famiglie indebitate: in base alla IBF, nel 2006 il 12 per cento dei nuclei familiari aveva un mutuo e il 13 per cento un prestito al consumo; le corrispondenti percentuali per entrambe le categorie di prestito erano prossime al 20 per cento in Spagna (in base a dati relativi al 2001), al 30 e al 50 per cento rispettivamente in Francia e negli Stati Uniti (nel 2004).

*Tendenze di medio periodo dell'indebitamento delle famiglie consumatrici.* – Dall'inizio di questo decennio la crescita dei prestiti alle famiglie consumatrici italiane è stata elevata: 11,5 per cento in media all'anno per i prestiti totali e oltre il 15 per cento per quelli relativi all'acquisto di abitazioni. L'aumento del debito è stato favorito dal basso livello dei tassi di interesse e si è associato a un consistente rialzo dei prezzi degli immobili. Vi hanno contribuito anche i cambiamenti normativi introdotti dal Testo unico bancario nel 1993, l'innovazione tecnologica e finanziaria e la crescente concorrenza tra gli intermediari, che hanno consentito di adattare maggiormente le condizioni di offerta alle preferenze delle famiglie.

*La dinamica dei prestiti ha risentito delle operazioni di cartolarizzazione. I prestiti cartolarizzati fuoriescono dai bilanci bancari, ma continuano a finanziare l'economia. Questo fenomeno ha interessato prevalentemente i prestiti al settore delle famiglie consumatrici: nel corso del decennio, la percentuale di prestiti cartolarizzati è stata superiore al 25 per cento delle erogazioni di finanziamenti a medio e a lungo termine al settore, rispetto a circa il 7 per cento per la clientela totale. Reinsediando tra le consistenze totali dei prestiti quelli che le istituzioni creditizie hanno cartolarizzato in ciascun anno, dall'inizio di questo decennio la crescita media annua dei finanziamenti alle famiglie consumatrici risulterebbe più elevata di circa tre punti percentuali; il rapporto fra debiti finanziari e reddito disponibile aumenterebbe di oltre dieci punti, superando il 50 per cento.*

Figura 14.1

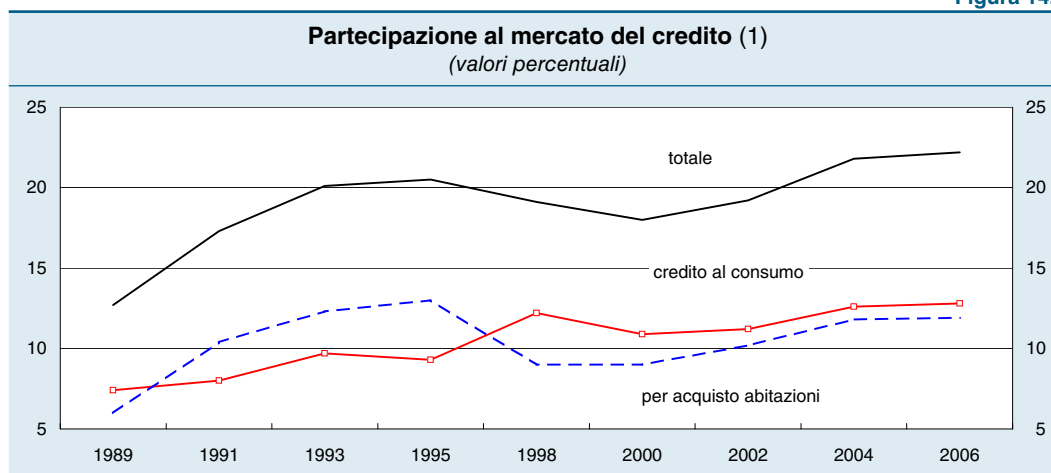


Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Il reddito disponibile lordo per il 2007 è una stima della Banca d'Italia. – (2) Scala di sinistra. Consistenze di fine periodo. – (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici. Il servizio del debito, che include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale, è una stima della Banca d'Italia.

In base all'IBF, la quota di famiglie con prestiti al consumo è aumentata dal 9 al 13 per cento del totale tra il 1995 e il 2006 (fig. 14.2). Il processo di deregolamentazione e di innovazione si è quindi riflesso in un aumento della partecipazione al mercato del credito al consumo, anche grazie al maggior ricorso da parte degli intermediari a tecniche di *credit scoring*, che hanno reso più efficiente la concessione del credito.

Figura 14.2



Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.  
(1) Percentuali di famiglie con debito sul totale delle famiglie presenti nell'Indagine. Sono esclusi i debiti per ragioni professionali.

Per quanto riguarda i finanziamenti per l'acquisto di abitazioni, che rappresentano circa il 60 per cento dei prestiti totali alle famiglie italiane, la loro crescita ha riflesso soprattutto un incremento consistente dell'importo medio del debito per le famiglie indebitate (pari al 50 per cento circa in termini reali dall'inizio del decennio), piuttosto che un'accresciuta partecipazione al mercato del credito. La percentuale di famiglie con un mutuo ha infatti seguito il ciclo del mercato immobiliare: si è ridotta nella seconda parte dello scorso decennio ed è aumentata negli ultimi anni, fino a riportarsi nel 2006 sui valori della metà degli anni novanta (fig. 14.2). L'incremento della partecipazione osservato nel decennio in corso non ha inoltre interessato le famiglie con i più bassi livelli di reddito. All'aumento dell'importo medio dei mutui hanno contribuito i fattori ricordati in precedenza, in particolare l'incremento del rapporto tra finanziamento e valore dell'immobile, che nel 2006 ha raggiunto un valore medio di circa il 70 per cento; è stato inoltre possibile contrarre mutui di importi più elevati anche grazie all'allungamento della durata dei contratti, che per quelli sottoscritti nel 2006 è stata in media superiore ai venti anni.

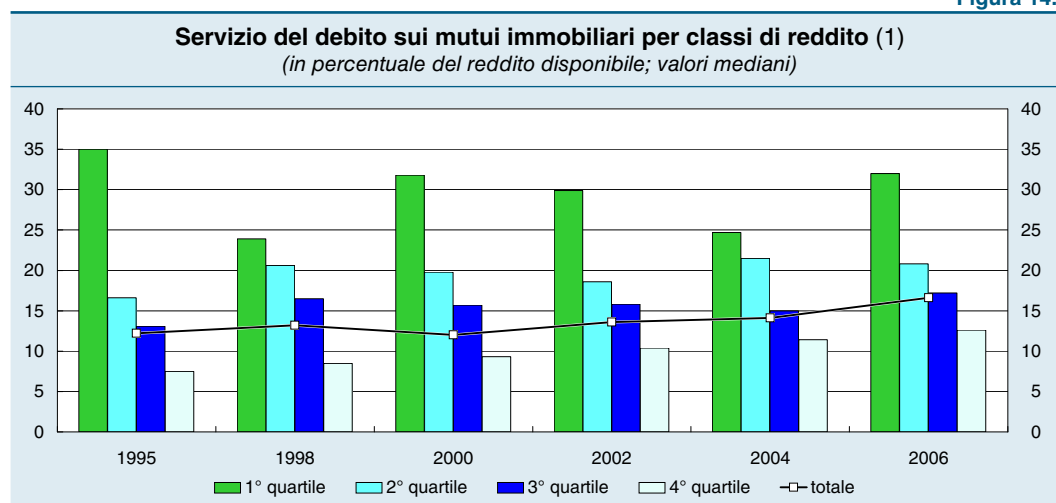
Il valore mediano del rapporto tra debito totale e reddito per le famiglie indebitate è aumentato dal 27 per cento nel 2000 al 37 nel 2006; la media dei rapporti ha superato il 95 per cento (60 nel 2000). L'incremento ha interessato tutte le classi di reddito ed è stato più elevato per le famiglie che hanno un mutuo. Nel corso del periodo si è al contempo osservato un consistente aumento della ricchezza netta in rapporto al reddito disponibile anche per le famiglie indebitate, principalmente determinato dall'aumento del valore degli immobili di proprietà. Nel complesso, il grado di indebitamento, misurato dal rapporto fra debito e attività lorde totali (finanziarie e reali), è aumentato durante la seconda parte degli anni novanta e nel decennio in corso, raggiungendo alla fine del 2006 il 10 per cento circa per la famiglia mediana, un valore non molto diverso rispetto a quello della prima parte degli anni novanta. Una dinamica simile si osserva per la media dei rapporti delle singole famiglie, che nel 2006 aveva superato il 35 per cento;

rispetto al valore mediano, questo indicatore risente maggiormente della situazione delle famiglie con un indebitamento elevato. Il peso dei debiti sulle attività totali aumenta al ridursi del reddito: per le famiglie del quartile di reddito più basso il valore mediano era superiore al 20 per cento nel 2006 (il valore medio era pari a circa l'80 per cento).

*Il servizio del debito.* – Nel 2007 gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) hanno raggiunto il 7,9 per cento del reddito disponibile, quasi un punto percentuale in più rispetto all'anno precedente (fig. 14.1). L'aumento è per quasi la metà attribuibile alla componente degli interessi, cresciuta in seguito all'incremento del costo del credito delle operazioni di mutuo. Dall'inizio del decennio l'onere del servizio del debito è cresciuto di quasi due punti percentuali.

I dati aggregati si riferiscono tuttavia al complesso delle famiglie, con e senza debito. Utilizzando i dati dell'IBF è possibile analizzare il servizio del debito considerando esclusivamente le famiglie indebitate. Per il servizio del debito relativo ai soli mutui per la casa di residenza, l'IBF censisce le informazioni a partire dal 1995. Nel 2006 il servizio del debito su questi prestiti si collocava per la famiglia mediana al 17 per cento del reddito disponibile (12 per cento nel 1995 e nel 2000; figura 14.3). Tra il 2004 e il 2006 l'incremento più consistente ha riguardato i nuclei appartenenti al quartile di reddito più basso, per i quali la rata del mutuo ha raggiunto il 32 per cento del reddito familiare. Tale valore, benché elevato, era già stato raggiunto e superato in periodi precedenti (1995 e 2000). Per le famiglie con un reddito superiore a quello mediano il servizio del debito nel 2006 era prossimo al 15 per cento del reddito, in crescita rispetto al passato soprattutto per quelle del quartile di reddito più alto.

Figura 14.3



Fonte: Banca d'Italia, Indagine sui bilanci delle famiglie italiane. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) La rata si riferisce solo ai mutui per la casa di residenza e alle sole famiglie con questa tipologia di prestito. Le famiglie sono suddivise in quartili in base al reddito (ossia ordinate per reddito crescente). Sono esclusi i debiti per ragioni professionali.

Per quanto riguarda il servizio del debito relativo al credito al consumo, l'IBF rileva le informazioni solo a partire dal 2006. Considerando per quell'anno il complesso dei debiti, la percentuale di famiglie la cui rata totale del debito era uguale o superiore al 30 per cento del reddito familiare era pari all'1,4 per cento del to-

tale delle famiglie (332.000 famiglie nel riporto all'universo); tra queste, 143.000 (0,6 per cento del totale) appartengono al quartile di reddito più basso e sono più vulnerabili a un ulteriore rialzo dell'onere del debito. Le famiglie con un'incidenza della rata del debito pari o superiore al 50 per cento del reddito sono pari a 93.000 (0,4 per cento del totale), di cui 55.000 nel quartile di reddito più basso (0,2 per cento del totale).

### *Il finanziamento e le attività finanziarie delle imprese*

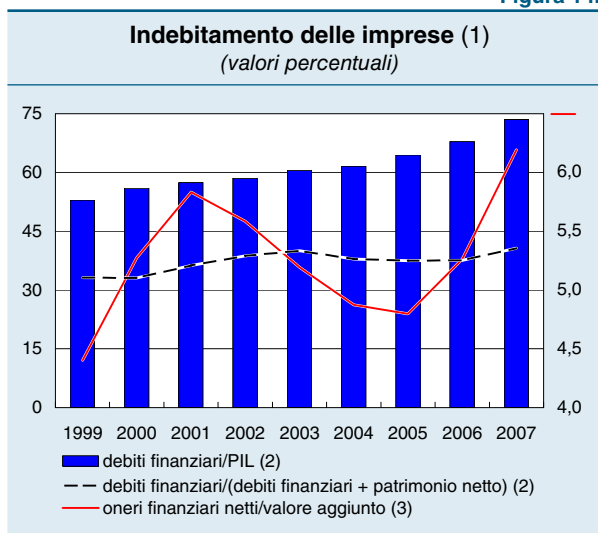
*Redditività e autofinanziamento.* – Nel 2007 la redditività operativa delle imprese non finanziarie è stata pari al 36 per cento del valore aggiunto, circa un punto percentuale in meno rispetto alla fase recessiva del 2001-03. Riflettendo prevalentemente l'aumento dei tassi d'interesse, gli oneri finanziari netti sono saliti al 6,2 per cento del valore aggiunto (5,2 per cento nel 2006; fig. 14.4). Dopo il forte calo registrato nel 2006, il grado di copertura degli investimenti con risorse interne è rimasto sostanzialmente stabile, al 45 per cento, valore tra i più bassi dell'ultimo decennio (fig. 14.5). Il fabbisogno finanziario è aumentato a 54 miliardi (tav. 14.5), anche in conseguenza della diminuzione dei trasferimenti in conto capitale delle Amministrazioni pubbliche, particolarmente elevati nel 2006 per l'accollo da parte dello Stato dei debiti connessi al finanziamento dell'Alta Velocità.

In rapporto al PIL il fabbisogno finanziario è stato pari al 3,5 per cento. Nella media del periodo 1995-2006 tale rapporto era del 2,5 per cento, valore più elevato di 1,2 punti percentuali rispetto a quello dell'area dell'euro; a partire dal 2004 il differenziale è andato riducendosi, fino ad annullarsi nel 2006.

*I risultati dell'indagine condotta dalla Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi con 20 addetti e oltre indicano che nel 2007 la percentuale di imprese in utile è rimasta sostanzialmente stabile al 67 per cento. La quota di quelle che hanno registrato perdite è lievemente calata.*

*L'indebitamento e le condizioni finanziarie delle imprese.* – I debiti finanziari delle imprese sono aumentati in misura rilevante, di 128 miliardi (86 nel 2006). In rapporto al PIL la loro consistenza è cresciuta al 74 per cento (68 per cento nel 2006), valore elevato rispetto a quello osservato nell'ultimo decennio, ma infe-

Figura 14.4



Fonte: Banca d'Italia, Istat.  
(1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". – (2) Scala di sinistra. – (3) Scala di destra. Gli oneri finanziari netti sono stime della Banca d'Italia. Il valore aggiunto per il 2007 è stimato sulla base delle informazioni di contabilità nazionale.

riore a quello dell'area dell'euro (83 per cento alla fine del 2006; tav. 14.6). Il leverage, calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, ha ripreso a crescere dopo tre anni di sostanziale stabilità, raggiungendo il 41 per cento (fig. 14.4).

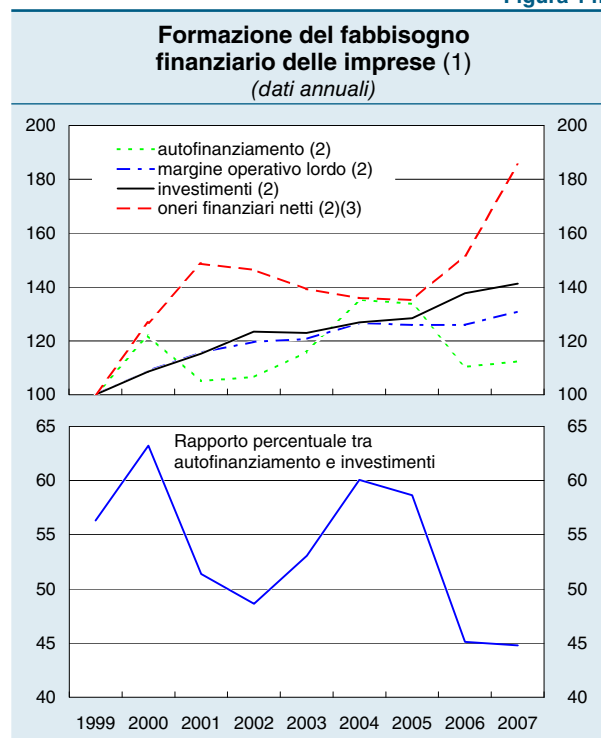
*Nel periodo 1997-2006 il differenziale tra l'area dell'euro e l'Italia relativo al rapporto tra debiti finanziari delle imprese e PIL si è leggermente ampliato. Nel 2006 tale rapporto risultava per l'Italia inferiore rispetto a quello di Regno Unito, Giappone e Canada (rispettivamente 120, 93 e 75 per cento) e in linea con quello degli Stati Uniti. Nello stesso anno il leverage delle imprese italiane era pari al 38 per cento, valore più elevato di quello medio dei paesi dell'area dell'euro (36 per cento), degli Stati Uniti (32 per cento) e del Giappone (36 per cento), inferiore a quello del Regno Unito (43 per cento).*

Nel 2007 la crescita dei prestiti è stata intensa, in particolare nella componente a medio e a lungo termine. La capacità di raccolta sul mercato obbligazionario non sembra aver risentito della crisi finanziaria della scorsa estate: le emissioni nette di titoli a medio e a lungo termine sono ammontate a 4 miliardi nel secondo semestre e a quasi 10 nel complesso dell'anno (cfr. il capitolo 15: *I mercati finanziari*). Nel confronto con gli altri paesi industriali il ricorso delle imprese italiane al mercato obbligazionario rimane, tuttavia, contenuto.

Anche per le grandi imprese si è registrato un aumento del grado di indebitamento. Sulla base dei bilanci consolidati dei principali gruppi industriali, nel 2007 il leverage, calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio al valore nominale, è cresciuto in media di oltre sei punti percentuali, principalmente per effetto dei finanziamenti raccolti dall'Enel per l'acquisizione della società spagnola Endesa.

In base ai dati sui bilanci individuali disponibili nella Centrale dei bilanci fino al 2006, l'incidenza dei debiti finanziari sul valore aggiunto risultava particolarmente alta tra le piccole imprese e nei settori delle costruzioni e dei servizi, più contenuta per le imprese manifatturiere. Il grado di copertura degli oneri finanziari con risorse generate all'interno delle imprese era più elevato per le società di grandi dimensioni e per quelle del settore dell'energia; era particolarmente esiguo per le imprese di costruzioni.

Figura 14.5



Fonte: Banca d'Italia, Istat.

(1) Stime basate sui dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1999-2006. I dati del 2007 sono stimati sulla base della contabilità annuale. Gli investimenti comprendono le scorte. Per le modalità di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Indici: 1999=100. - (3) Gli oneri finanziari netti sono stime della Banca d'Italia.

Tavola 14.5

<b>Attività e passività finanziarie delle imprese (1)</b> (milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2007	Composizione percentuale		2006	2007
		dic. 2006	dic. 2007		
<b>ATTIVITÀ</b>					
<b>Attività sull'interno</b>	<b>1.210.131</b>	<b>73,8</b>	<b>69,7</b>	<b>29.954</b>	<b>-7.743</b>
Biglietti e depositi a vista	178.460	10,3	10,3	17.043	-14.060
Altri depositi	11.771	0,6	0,7	-442	1.533
Titoli a breve termine	365	0,0	0,0	307	-22
Titoli a medio e a lungo termine	57.489	2,7	3,3	4.937	15.601
di cui: <i>pubblici</i>	33.485	0,6	1,9	2.404	22.538
<i>di imprese</i>	11.327	1,3	0,7	1.488	-6.533
Azioni e partecipazioni	607.133	38,4	35,0	1.393	-12.420
Quote di fondi comuni	2.595	0,2	0,1	-425	-434
Crediti commerciali	293.544	18,0	16,9	2.037	-731
Altre attività finanziarie (2)	58.774	3,5	3,4	5.104	2.790
<b>Attività sull'estero</b>	<b>524.981</b>	<b>26,2</b>	<b>30,3</b>	<b>60.099</b>	<b>94.909</b>
di cui: <i>depositi</i>	50.943	2,6	2,9	18.322	9.363
<i>crediti commerciali</i>	58.289	3,6	3,4	-577	-352
<i>crediti finanziari a breve termine</i>	148.222	6,7	8,5	32.874	40.727
<i>titoli</i>	27.361	1,3	1,6	1.345	6.218
<i>azioni e partecipazioni</i>	226.630	11,2	13,1	8.620	38.760
<b>Totale attività</b>	<b>1.735.112</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>90.052</b>	<b>87.166</b>
<b>PASSIVITÀ</b>					
<b>Passività sull'interno</b>	<b>2.944.584</b>	<b>89,8</b>	<b>89,9</b>	<b>104.650</b>	<b>122.258</b>
Debiti a breve termine (3)	399.268	11,4	12,2	30.536	39.780
di cui: <i>bancari</i>	348.470	10,0	10,6	30.462	34.004
Debiti a medio e a lungo termine (4)	560.850	15,6	17,1	43.467	70.046
di cui: <i>bancari</i>	466.014	12,9	14,2	52.640	60.918
Titoli	53.979	1,7	1,6	4.612	4.750
di cui: <i>a medio e a lungo termine</i>	45.773	1,2	1,4	2.960	9.845
Azioni e partecipazioni	1.465.285	47,2	44,7	15.384	8.849
Debiti commerciali	299.535	9,5	9,1	2.078	-746
Altre passività finanziarie (5)	165.667	4,5	5,1	8.573	-422
<b>Passività sull'estero</b>	<b>331.876</b>	<b>10,2</b>	<b>10,1</b>	<b>21.468</b>	<b>18.519</b>
di cui: <i>debiti commerciali</i>	29.038	0,9	0,9	1.155	-874
<i>debiti finanziari</i>	115.212	3,2	3,5	7.876	13.672
di cui: <i>titoli a medio e a lungo termine</i>	14.208	0,5	0,4	468	0
<i>azioni e partecipazioni</i>	183.145	5,9	5,6	14.162	6.289
<b>Totale passività</b>	<b>3.276.460</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>126.118</b>	<b>140.777</b>
<b>SALDO</b>	<b>-1.541.348</b>			<b>-36.066</b>	<b>-53.611</b>

(1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) La voce è costituita da: riserve tecniche di assicurazione, derivati sull'interno e altre partite minori. – (3) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di factoring. – (4) Includono anche i finanziamenti concessi dalle società di leasing – (5) La voce è costituita da: conti correnti postali, fondi di quiescenza, derivati sull'interno e altre partite minori.

Tavola 14.6

Composizione delle passività finanziarie delle imprese (1) (consistenze di fine periodo)							
PAESI E ANNI	Titoli	Prestiti	Azioni (2)	Debiti commerciali e altre passività (3)	Per memoria:		
					Passività finanziarie di cui: debiti finanziari	Attività finanziarie	
	<b>Quote percentuali sul totale</b>				<b>In rapporto al PIL</b>		
<b>Francia</b>							
1996	6,2	26,0	48,9	18,9	2,14	0,69	1,46
2000	5,0	17,9	65,3	11,8	3,55	0,81	2,50
2006	5,2	19,2	64,8	10,8	3,86	0,94	2,68
<b>Germania</b>							
1996	2,2	37,9	44,9	15,0	1,26	0,51	0,75
2000	1,4	34,3	50,6	13,6	1,79	0,64	1,13
2006	2,8	33,1	49,2	14,9	1,73	0,62	1,06
<b>Italia</b>							
1996	1,5	36,1	42,4	19,9	1,36	0,51	0,62
2000	1,0	27,4	57,3	14,2	1,98	0,56	1,00
2006	2,2	29,8	53,0	15,0	2,13	0,68	1,10
<b>Spagna</b>							
1996	2,5	23,3	48,4	25,7	1,74	0,45	0,99
2000	0,9	27,3	50,8	21,0	2,70	0,76	1,75
2006	0,4	32,5	50,6	16,4	3,66	1,21	2,31
<b>Area dell'euro (4)</b>							
1996	3,4	32,9	46,3	17,4	1,56	0,57	0,92
2000	2,9	26,8	57,6	12,7	2,37	0,70	1,47
2006	3,3	28,4	55,7	12,7	2,61	0,83	1,66
<b>Regno Unito</b>							
1996	6,0	22,6	63,8	7,6	2,19	0,63	0,77
2000	7,8	21,2	66,0	4,9	2,97	0,86	1,26
2006	10,0	31,3	54,5	4,2	2,91	1,20	1,33
<b>Stati Uniti (5)</b>							
1996	9,2	13,4	58,5	18,9	2,48	0,56	0,79
2000	9,0	12,8	58,2	19,9	3,04	0,66	1,15
2006	10,1	15,9	54,4	19,6	2,63	0,68	1,15
<b>Giappone</b>							
1996	10,2	40,9	28,0	20,9	2,85	1,46	1,52
2000	9,4	36,6	33,8	20,2	2,69	1,24	1,51
2006	5,5	23,7	51,6	19,2	3,19	0,93	2,06

Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Central Statistical Office, *United Kingdom National Accounts, (The Blue Book)* per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States* per gli Stati Uniti, BCE per l'area dell'euro.

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Comprendono anche le partecipazioni. – (3) Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione. – (4) Il dato del 1996 si riferisce all'area composta da 12 paesi. – (5) Dati riferiti al settore *Nonfinancial Business*.

Alcuni indicatori delle condizioni finanziarie delle imprese hanno mostrato nel 2006 segnali di peggioramento rispetto all'anno precedente. Si è ridotto il grado di copertura degli oneri finanziari con risorse interne ed è calata la liquidità, misurata dal rapporto tra attività e passività correnti. In presenza di una sostanziale stabilità del valore medio del leverage (50 per cento), il grado di indebitamento è cresciuto per le imprese piccole e per quelle caratterizzate da un livello contenuto degli utili, aziende che possono aver incontrato maggiori difficoltà a fronte di aumenti del costo dei finanziamenti esterni. È invece leggermente calato il leverage delle imprese appartenenti al 25 per cento del campione caratterizzato da valori meno favorevoli dell'indicatore: per queste aziende esso è stato pari al 90 per cento, un punto percentuale in meno rispetto al 2005. Nel complesso, il peso in termini di fatturato delle imprese finanziariamente meno solide si è mantenuto nel 2006 inferiore a quanto rilevato in media nel periodo 1990-2005. In base ai dati di Centrale dei rischi, nel 2007 la quota di credito concessa a queste imprese è diminuita.

*Fusioni e acquisizioni e leveraged buy-out.* – Nel 2007 l'attività sul mercato del controllo societario è stata intensa: secondo le rilevazioni di Thomson Financial, che censisce le operazioni principali, le imprese italiane hanno annunciato 634 operazioni di concentrazione per un valore di 114 miliardi, di cui circa 30 connessi all'acquisizione di Endesa da parte di Enel. Considerando solo le fusioni e le acquisizioni di interessi di maggioranza, le operazioni sono state 233 per un valore di 67 miliardi. Nel 2007 sono state annunciate 238 operazioni di acquisizione di società non finanziarie italiane, quasi tutte di piccole dimensioni, da parte di controparti estere.

Tra il 2001 e il 2007 il volume delle operazioni di leveraged buy-out (LBO) che hanno interessato imprese non finanziarie italiane ha raggiunto un massimo di 16 miliardi di euro nel 2005, per poi calare a 2 nel 2007; considerando il numero delle operazioni di concentrazione, la quota di quelle di LBO è cresciuta tra il 2001 e il 2007 da circa il 2 al 9 per cento.

*Nel 2007 il processo di concentrazione tra imprese è rimasto intenso anche a livello internazionale. Il valore complessivo delle fusioni e acquisizioni è cresciuto a 3.000 miliardi di euro (2.700 nel 2006). In rapporto al totale delle operazioni di fusione e acquisizione, il valore dei LBO era cresciuto da circa il 2 per cento nel 2000 al 19 nel 2006; nel 2007 la quota è scesa al 14 per cento circa. La flessione si è concentrata nel secondo semestre, col manifestarsi delle tensioni sui mercati finanziari.*

*Il grado di indebitamento è di solito molto elevato per le imprese oggetto di LBO. Secondo stime recenti relative a un campione di imprese europee e statunitensi, l'operazione di acquisizione sarebbe coperta per circa due terzi dal debito, la parte restante venendo finanziata mediante capitale di rischio. Una misura del grado di leva finanziaria che caratterizza queste operazioni è il rapporto tra debiti totali e redditi aziendali: tra il 2000 e il 2007 sia negli Stati Uniti sia in Europa esso è cresciuto da poco più di 4 a circa 6 volte. Nell'attuale fase di turbolenza dei mercati finanziari l'elevato indebitamento accresce il grado di fragilità finanziaria di queste aziende.*

*La raccolta di capitale di rischio e il private equity.* – Nel 2007 l'incremento del patrimonio delle imprese è stato pari a circa 15 miliardi (tav. 14.5), di cui 2 ascrivibili a emissioni di titoli quotati in borsa. L'importo complessivo dei collocamenti azionari da parte di società quotate si è dimezzato rispetto al 2006.

Una diffusa presenza di operatori di private equity, intermediari specializzati nell'investimento in capitale di rischio, può agevolare l'accesso delle imprese al mercato dei

capitali. Secondo i dati diffusi dall'Aifi, nel 2007 gli investimenti e la raccolta delle società di private equity e di venture capital in Italia sono cresciuti, rispettivamente, a 4,2 e 3,0 miliardi di euro. Gli investimenti di elevato ammontare, superiori a 150 milioni di euro, hanno rappresentato oltre la metà di quelli complessivi, in crescita rispetto al triennio precedente. Quasi l'80 per cento degli investimenti ha riguardato operazioni di buy-out, volte al riassetto della proprietà dell'azienda. Il valore delle operazioni di espansione, finalizzate al consolidamento della crescita aziendale, pur in calo rispetto all'anno precedente, ha rappresentato circa il 19 per cento del totale investito, mentre gli investimenti in imprese nelle fasi iniziali di sviluppo sono stati pari a circa l'1 per cento, in crescita però, come numero di interventi, rispetto al dato medio del 2002-06. In tale quinquennio gli investimenti di private equity erano stati pari, in media, allo 0,2 per cento del PIL in Italia e allo 0,4 in Europa. Il divario era soprattutto ascrivibile alle operazioni nei confronti di imprese da poco avviate.

*La possibilità per l'intermediario di private equity di esercitare un intenso controllo sulla vita aziendale consente di superare i problemi legati alle asimmetrie informative tra imprenditore e finanziatore e di accrescere gli incentivi del management all'aumento del valore dell'impresa. Le principali caratteristiche di questi contratti di finanziamento sono state individuate nello staging dell'investimento (con erogazione del finanziamento in stadi successivi, condizionati al raggiungimento di determinati obiettivi aziendali); nell'utilizzo di titoli che proteggono l'intermediario in caso di andamento insoddisfacente del progetto (strumenti ibridi capitale-debito); nella possibilità di nomina, da parte dell'intermediario, di membri nel consiglio di amministrazione; nella presenza di diritti di veto sulle decisioni del management.*

*In Italia la riforma del diritto societario del 2003 potrebbe favorire lo sviluppo di questa forma di finanziamento: la maggiore autonomia statutaria facilita l'attribuzione di incisivi poteri di monitoraggio e di governo sull'impresa finanziata e consente l'uso di strumenti finanziari ibridi. Le modifiche apportate a partire dal 1998 alla regolamentazione dei fondi chiusi italiani ne hanno potenziato la capacità di operare nel private equity. Nonostante tali progressi, rimangono taluni importanti fattori di freno allo sviluppo di questa forma di intermediazione nel nostro paese. In generale, questi sono stati individuati, dalla letteratura teorica ed empirica, nella limitata presenza di investitori istituzionali quali i fondi pensione, che rappresentano una stabile fonte di raccolta per questi intermediari; nello scarso sviluppo del mercato azionario, che limita la possibilità di valorizzare l'azienda finanziata mediante la quotazione; nelle rare interazioni tra centri di ricerca pubblici e finanza; nell'adozione di misure fiscali che possono scoraggiare l'investimento nel capitale di rischio delle imprese.*

Al fine di raccogliere indicazioni sulle modalità con cui si svolge il rapporto tra intermediario di private equity e imprenditore, la Banca d'Italia, in collaborazione con l'Aifi, ha effettuato una serie di interviste a imprese oggetto di investimenti di venture capital o private equity e ad alcuni intermediari, censendo in particolare un campione di 40 operazioni. Analogamente a quanto osservato negli Stati Uniti, nel caso di finanziamenti in imprese da poco avviate emerge un diffuso utilizzo di meccanismi di *staging*; sono, inoltre, utilizzate clausole che limitano le attività consentite all'imprenditore e attribuiti all'intermediario diritti di veto. Rispetto agli Stati Uniti sono invece meno diffusi strumenti di capitale ibridi e la quota acquisita dagli intermediari risulta inferiore (attorno al 30 per cento). Gli intermediari di private equity, come suggerito da evidenze relative a Stati Uniti ed Europa, spesso forniscono all'imprenditore consulenza su diversi aspetti della gestione. I risultati delle interviste mostrano un grado di attivismo relativamente contenuto in relazione agli aspetti che riguardano lo sviluppo del prodotto, importanti nelle prime fasi di vita dell'azienda. È, invece, maggiore il contributo fornito per aspetti di natura finanziaria e per l'internazionalizzazione delle imprese, sia attraverso acquisizioni, sia mediante accordi di collaborazione con imprese straniere. Vi sono, infine, indicazioni secondo cui il private equity segnalerebbe ad altri finanziatori esterni la qualità dei progetti.

*Il project financing e il finanziamento delle opere pubbliche.* – Negli ultimi anni le Amministrazioni pubbliche hanno fatto un crescente ricorso a schemi che prevedono la partecipazione del capitale privato al finanziamento di opere infrastrutturali (il partenariato pubblico-privato, la cui forma più utilizzata è il project financing). Tali contratti prevedono che la spesa relativa alla costruzione delle opere venga in tutto o in parte sostenuta da imprese private, che ricorrono a fondi propri o a debiti a medio e a lungo termine; il rimborso e la remunerazione del capitale investito sono legati ai ricavi della gestione delle opere medesime per un periodo pluriennale. In base ai dati dell'Osservatorio nazionale del project financing, tra il 2002 e il 2007 il numero delle gare svoltesi in Italia è cresciuto da 186 a 362, il loro valore complessivo da 1,3 a 5,2 miliardi. L'importo medio delle operazioni è piuttosto limitato (nel 2007 circa 18 milioni di euro), lo strumento essendo spesso adoperato per opere di ridotta dimensione e prive di complesse interazioni tra costruzione e successiva gestione (quali scuole, cimiteri e parcheggi). Il principale settore interessato è quello dei trasporti, dove si concentrano le operazioni di importo medio più elevato.

Secondo la rilevazione di Finlombarda, tra le diverse attività svolte dagli intermediari finanziari coinvolti in operazioni di project financing quelle prevalenti risultano la strutturazione e sottoscrizione dei finanziamenti (arranger), la consulenza finanziaria (advisor), la valutazione dei piani economico-finanziari (asseveratore). Poco frequente risulterebbe il ricorso a schemi finanziari alternativi ai prestiti, come le emissioni obbligazionarie, la fornitura di garanzie o di forme di assicurazione, la sottoscrizione di capitale di rischio delle società di progetto (*special purpose vehicle*) da parte di fondi di private equity. A fine 2006 operavano nel mercato italiano del project financing 49 intermediari, di cui 39 istituti di credito (30 italiani e 9 esteri).

*Le attività finanziarie.* – Nel 2007 le imprese italiane hanno ceduto attività finanziarie sull'interno per circa 8 miliardi (tav. 14.5). Particolarmente rilevante è risultata la diminuzione del circolante e dei depositi a vista sull'interno (-14 miliardi), in presenza dell'aumento del differenziale tra i rendimenti delle attività a più lungo termine e dei conti correnti. A fine anno la quota delle attività liquide (circolante e depositi) sul totale delle attività finanziarie detenute dalle imprese era pari al 14 per cento, sostanzialmente stabile rispetto a un anno prima. Le attività finanziarie sull'estero sono aumentate nel 2007 di 95 miliardi, per una parte consistente in seguito all'acquisizione di partecipazioni.