LA FONDAZIONE ROSSELLI

Summit sul sistema finanziario europeo

Quale finanza per lo sviluppo e l'innovazione in Europa?

Relazione di Antonio Finocchiaro

Vice Direttore Generale della Banca d'Italia

Bellagio, 7 luglio 2000

SOMMARIO

1.	Innovazione e sviluppo	pag. 6
2.	L'attività innovativa e la struttura dell'industria italiana	pag. 7
2.1	L'attività innovativa	pag. 8
2.2	Il capitale umano	pag. 9
2.3	Le piccole imprese, l'innovazione e lo sviluppo	pag. 11
3.	La finanza per l'impresa	pag. 14
3.1	La finanza per le imprese nuove	pag. 16
3.2	La finanza specializzata per l'innovazione e lo sviluppo delle nuove iniziative imprenditoriali	pag. 18
3.3	Le condizioni per lo sviluppo della finanza specializzata per l'innovazione	pag. 22
4.	Le prospettive e le politiche	pag. 24

Per esaminare il ruolo che può essere svolto dalla finanza d'impresa occorre individuare, in via preliminare, i fattori che favoriscono l'attività innovativa e la crescita delle imprese. Essendo solo uno degli elementi costitutivi dell'ambiente economico, la finanza va analizzata in stretta relazione con le caratteristiche dei mercati, dei soggetti che vi operano, delle istituzioni che vi presiedono.

Il metodo di esposizione è quello dell'analisi comparata fra i maggiori paesi europei e le altre economie industrializzate; particolare attenzione viene riservata al caso italiano con l'intento di identificare lo spazio per possibili azioni di stimolo.

In questa prospettiva, il rafforzamento della finanza specializzata per lo sviluppo e l'innovazione è solo uno degli ingredienti di una ricetta di *policy* più ampia; costituisce una condizione necessaria, ma non sufficiente, per il rilancio dell'innovazione e della crescita.

Il mio intervento si articola in quattro parti.

La prima accenna al dibattito sulla New Economy e all'impulso che ha dato alle indagini sul nesso fra tecnologia e sviluppo.

Le due parti successive sviluppano un esame parallelo della struttura del sistema produttivo e dell'assetto della finanza per l'impresa, nel convincimento che sono le caratteristiche dimensionali, di specializzazione produttiva, di struttura dei mercati dei beni, dei servizi, dei fattori e della proprietà a determinare il tipo di domanda di servizi finanziari che il sistema degli intermediari è chiamato a soddisfare.

L'analisi del sistema produttivo propone una comparazione fra paesi in tema di ricerca e sviluppo e qualità del capitale umano; uno specifico riferimento viene riservato alla questione dimensionale; in tema di finanza, l'attenzione è posta sulle forme che il finanziamento degli investimenti assume nei principali mercati nazionali e sul ruolo che vi gioca il *venture capital*.

L'intervento si chiude con alcune considerazioni sulla funzione che la finanza d'impresa può svolgere per favorire le condizioni ambientali più adatte all'innovazione tecnologica e alla crescita dimensionale delle aziende.

1. Innovazione e sviluppo

La relazione che intercorre fra innovazione e sviluppo è stata esplorata in ogni possibile connessione causale, a livello sia macro sia microeconomico. L'attività di ricerca e sviluppo e l'accumulazione di capitale umano sono state indicate come le maggiori fonti potenziali di un innalzamento permanente del tasso di crescita.

Più di recente ha preso avvio un dibattito molto vivace sull'esistenza di una "Nuova economia". Il punto di maggiore disaccordo ha finora riguardato l'esistenza, nella dinamica della produttività totale dei fattori, di un progresso ampio, persistente e destinato a durare nel tempo, riconducibile alla riorganizzazione dei processi produttivi consentita dalla diffusione delle nuove tecnologie. Siffatto aumento della produttività non verrebbe quindi ricondotto solo a una deviazione temporanea dal trend storico, causata da fattori estemporanei e non ripetibili, quali l'aumento dell'incertezza sul mercato del lavoro o la possibilità, non illimitata, per l'economia statunitense, di ricorrere a crescenti volumi di importazioni di merci e capitali.

D'altra parte l'identificazione delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione con il motore di una crescita persistente della produttività totale dei fattori non riesce a spiegare da sola il paradosso della Nuova economia: coesistenza di bassa inflazione con ancor più bassa disoccupazione. Per spiegare perché negli Stati Uniti l'inflazione sia ancora contenuta occorre prendere in considerazione altri elementi che riguardano soprattutto la più elevata flessibilità ed efficienza dei mercati dei fattori produttivi. Mercati del lavoro e dei capitali più efficienti consentirebbero la vasta e rapida riallocazione delle risorse richiesta dall'attuale velocità di diffusione delle nuove tecnologie.

Alle riflessioni sugli effetti di lungo periodo di quella che alcuni ritengono una nuova "tecnologia con applicazioni universali" si sovrappone la valutazione delle potenzialità che scaturiscono dall'utilizzo della rete Internet.

Difficili risultano i tentativi di misurazione empirica del fenomeno anche per l'assenza di serie storiche di dati abbastanza lunghe. Se le nuove tecnologie producono forti esternalità di rete e cambiano in maniera complessa la qualità degli input e dei servizi, diventano proibitive le difficoltà che si incontrano nel catturarne tutti gli effetti con le classiche misurazioni basate sulla contabilità nazionale.

È probabile che il dibattito sia destinato a durare a lungo. Sebbene resti oggetto di discussione l'esistenza di un nuovo paradigma tecnologico combinato con inediti comportamenti dei soggetti economici, non sarebbe saggio trascurare le potenzialità delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione e non adoperarsi perché esse trovino il terreno più adatto per produrre risultati.

Il campo della finanza d'impresa è forse quello nel quale tali tecnologie hanno agito più in profondità. Sono caduti i costi di fornitura dei servizi, si sono ridotte le inefficienze informative, si è acuita la concorrenza, ma si sono anche modificati i rapporti fra imprese e clienti, sono nati nuovi mercati dei titoli, originari e derivati, in grado di facilitare l'attività di investimento.

Rispetto agli Stati Uniti l'Europa e l'Italia sono in ritardo, nella diffusione delle nuove tecnologie, nella liberalizzazione dei mercati, nella riduzione del peso fiscale che grava sull'attività economica. Ma nella sfida competitiva il vecchio continente ha il vantaggio di poter cogliere e adattare il meglio dell'esperienza statunitense, potendo contare su un vasto mercato interno per l'applicazione delle nuove tecnologie e la sperimentazione di soluzioni innovative.

2. L'attività innovativa e la struttura dell'industria italiana

All'esperienza statunitense, contraddistinta da un lungo periodo di crescita e dal quasi pieno impiego dei fattori produttivi, fa oggi da singolare contrappunto la condizione europea, caratterizzata da ancora alti livelli di disoccupazione, e in particolare quella italiana, in ritardo di crescita anche nei confronti del resto dell'Europa.

In un'epoca in cui le conoscenze tecnologiche e le migliori soluzioni organizzative risultano di facile accesso, la difficoltà europea a meglio impiegare le risorse disponibili viene spiegata con le rigidità dei mercati dei beni e dei fattori produttivi, con gli eccessi di interferenza, anche fiscale, dello Stato.

Dall'elenco dei fattori di rigidità individuati dall'OCSE emerge una specie di classifica fra i paesi avanzati, inversamente correlata al successo macroeconomico delle economie nazionali. In Europa, le economie giudicate meno "sclerotiche" sono invariabilmente quelle del Regno Unito, dei Paesi Bassi, dell'Irlanda. L'Italia figura fra i paesi dove è più difficile fare impresa.

Nell'ultimo decennio il nostro Paese ha sperimentato un rallentamento dello sviluppo economico. L'impatto delle politiche di contenimento del deficit pubblico, non ulteriormente differibili e comunque necessarie per mantenere il contatto con l'Europa, è stato appesantito dalla presenza di fattori specifici della nostra economia. Fra il 1989 e il 1999, il ritardo di crescita è valutabile in sette punti percentuali nei confronti degli altri paesi dell'area dell'euro; la perdita di competitività ha portato negli ultimi quattro anni a una riduzione del 17 per cento della nostra quota di esportazioni sui mercati dove siamo attivi.

C'è da chiedersi se su tale insoddisfacente evoluzione dell'economia non abbiano influito fattori strutturali, in passato meno gravidi di conseguenze negative forse perché in parte compensati da periodici aggiustamenti del cambio, in parte nascosti da una meno intensa competizione internazionale.

Come ha ricordato il Governatore, preoccupante, ai fini di una ripresa della crescita, è la relativa immobilità del nostro modello di specializzazione produttiva, connotato da un peculiare sottodimensionamento dei settori produttivi a elevato contenuto tecnologico.

Nel 1997 la quota di beni *high tech* sul totale delle esportazioni di manufatti era pari all'8,5 per cento per l'Italia, contro il 16 per l'Europa, il 29 per il Giappone e il 28 (dato 1996) per gli Stati Uniti. Per converso l'Italia ha accresciuto nel tempo il peso dei settori caratterizzati da tecnologie mature in cui era già largamente presente all'inizio degli anni settanta.

La tendenza ad accentuare la specializzazione in questi settori è confermata da altri indicatori. Secondo l'OCSE, l'Italia è l'unico paese industriale che negli anni recenti ha registrato una riduzione della quota del valore aggiunto delle lavorazioni ad alti salari.

Come riflesso e insieme concausa della sostanziale immobilità del nostro modello produttivo emergono soprattutto il basso livello di investimenti in ricerca e sviluppo e la qualità del sistema formativo. Fenomeni strettamente connessi con la prevalenza, fra le imprese italiane, della piccola dimensione.

2.1 L'attività innovativa

La diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione va configurando una vera e propria economia basata sulla conoscenza. Al progresso

tecnologico e all'accumulazione del sapere, fonti primarie di crescita della produttività, contribuiscono l'attività di ricerca svolta da istituzioni pubbliche e private e il sistema educativo.

In base a dati OCSE, nel 1997 la spesa in ricerca e sviluppo sul prodotto interno lordo è stata pari all'1,8 per cento nella media dell'Unione Europea, contro il 2,7 degli Stati Uniti e il 2,9 del Giappone. Fra i paesi dell'area dell'euro, le spese in ricerca e sviluppo nel 1998 sono state in Italia dell'1,0 per cento del PIL, contro il 2,3 della Germania e il 2,2 della Francia.

Conferme del ritardo si ricavano sia dalla più bassa quota di lavoratori direttamente impiegati in attività di ricerca (nel 1997 il 6 per cento della forza lavoro in Italia, contro il 9,4 nell'Unione Europea), sia dalla quota di brevetti richiesti da Italiani presso l'Ufficio Europeo, pari, nel triennio 1993-95, ad appena il 3,7 per cento, contro il 5,2 del Regno Unito, l'8,4 della Francia, il 20,2 della Germania.

Segnali non incoraggianti provengono anche dagli investimenti in tecnologie dell'informazione. Nel 1997 la spesa per l'*hardware* in rapporto al PIL era pari in Italia allo 0,6 per cento, contro l'1 per cento dell'Unione Europea, l'1,7 degli Stati Uniti, l'1,1 del Giappone; per il *software* e i servizi informatici raggiungeva l'1,4 per cento in Italia, il 2,4 nell'Unione Europea, il 3,4 negli Usa, il 2,7 in Giappone. Su valori prossimi a quelli degli altri paesi industrializzati era invece la spesa per telecomunicazioni.

2.2 Il capitale umano

La specializzazione dell'industria italiana in settori a medio e basso livello tecnologico si accompagna a un'offerta di lavoro caratterizzata da livelli di formazione inferiori a quelli degli altri paesi industrializzati.

Limitando il confronto alla popolazione adulta compresa tra i 25 e i 64 anni, la quota di persone che nel 1998 era in possesso almeno di un diploma di scuola secondaria superiore era pari in Italia al 41 per cento della popolazione, contro un valore medio per i paesi dell'OCSE del 61 per cento. Valori ancora superiori si riscontrano, tra gli altri, in Germania (84), Stati Uniti (86), Giappone (80). Anche per la fascia d'età più giovane la distanza dalle principali economie è notevole; non dissimile è il confronto per i titoli accademici.

Si pongono interrogativi sulle ragioni che determinano la scelta del percorso formativo di famiglie e individui; sul funzionamento del sistema educativo del Paese; sulla qualità della domanda di lavoro.

Sempre secondo l'OCSE, nel 1996 la spesa pubblica per istruzione in Italia era pari al 4,7 per cento del PIL, contro il 5,8 della Germania, il 6,3 della Francia, il 6,7 degli Stati Uniti. Rapportando le risorse impiegate al numero di studenti per livello scolastico, il nostro Paese sembra peraltro utilizzare risorse didattiche superiori ai valori medi per l'istruzione non universitaria.

L'elevato numero di insegnanti in rapporto alla popolazione scolastica non universitaria si associa a livelli retributivi inferiori a quelli degli altri paesi industrializzati e all'assenza di forme di progressione legate all'impegno formativo e alla qualità della didattica; con effetti negativi sulla selezione e sulla motivazione dei docenti.

Per quanto riguarda l'Università, va sottolineato l'elevato tasso di abbandono, che costituisce un tratto distintivo del sistema formativo del Paese. Con livelli di iscrizione a corsi post-secondari prossimi a quelli degli altri paesi, il tasso di abbandono raggiunge in Italia il 65 per cento, a fronte del 45 in Francia, del 28 in Germania e del 37 negli Stati Uniti. Questo dato si associa a tempi molto elevati per il conseguimento dei titoli, a strutture didattiche non sempre adeguate, a un sostegno talvolta non ottimale dei percorsi formativi degli studenti.

Andrebbe considerata la possibilità di legare le risorse a disposizione delle Università e del corpo docente ai risultati conseguiti dagli atenei nella ricerca scientifica e nella capacità di attrarre studenti con un'offerta formativa di alto livello. Una particolare riflessione meritano gli incentivi capaci di orientare le scelte delle famiglie e degli individui nell'investimento in formazione.

Evidenze empiriche indicano che la correlazione tra una maggiore istruzione e salari migliori è da noi più debole che negli altri paesi industriali. Inoltre, secondo dati OCSE, i differenziali salariali in favore dei laureati rispetto ai lavoratori diplomati risultano in Italia relativamente bassi. Ciò sembra dovuto soprattutto alla componente della forza di lavoro impiegata nella pubblica Amministrazione che assorbe una quota rilevante di lavoratori con elevata scolarità, offrendo stipendi annui mediamente modesti.

Nelle fasce di età più giovani le persone con i più elevati livelli di istruzione presentano in Italia tassi di disoccupazione più alti. Questa caratteristica tende a dilatare i

tempi di ingresso nel mondo del lavoro per coloro che investono in formazione, accrescendo i costi impliciti nel proseguimento del percorso formativo dopo la scuola dell'obbligo o il diploma di scuola media superiore.

La ridotta offerta di personale con formazione scolastica medio-alta risulta complementare alla specializzazione del Paese in produzioni a medio-basso contenuto tecnologico. Nel recente passato ciò non ha prodotto seri ostacoli allo sviluppo economico, anche per l'abilità tecnica mostrata dai lavoratori italiani nella produzione dei beni tradizionali. Si manifesta qualche segnale positivo di cambiamento; permangono tuttavia preoccupazioni per il futuro alla luce di una prevedibile crescita del fabbisogno formativo delle maestranze, chiamate a familiarizzare con le nuove tecnologie dell'informazione e ad assicurare una più elevata qualità alla nostra produzione.

2.3 Le piccole imprese, l'innovazione e lo sviluppo

Un aspetto fondamentale che contribuisce a spiegare il basso volume di investimenti tecnologici in Italia è la struttura dimensionale dell'apparato produttivo. Il 94 per cento delle aziende italiane ha meno di dieci addetti; questa classe costituisce il 45 per cento dell'occupazione totale, un valore più che doppio rispetto alla media europea. Scarsa è la presenza di grandi imprese. La frammentazione dell'offerta è rafforzata dall'anomalo sviluppo che nel nostro Paese ha avuto il lavoro autonomo. In particolare il divario con gli altri maggiori paesi industrializzati si è accresciuto a partire dalla metà degli anni settanta.

L'affermarsi di un vasto tessuto di piccole e medie imprese in Italia trasse impulso, nel corso degli anni settanta e dei primi anni ottanta, dalle difficoltà riorganizzative incontrate dalle grandi imprese, sottoposte ai contraccolpi degli shock petroliferi. Altre condizioni - limitata flessibilità nell'uso dei fattori produttivi, peso crescente degli oneri fiscali e contributivi, normative graduate secondo la dimensione - hanno disincentivato nel tempo la crescita interna e l'integrazione verticale delle imprese; hanno prevalso scelte organizzative fondate sul decentramento, su piccoli stabilimenti, lavorazioni terziarie, ricorso al lavoro indipendente.

Con l'Unione monetaria, differenze nella struttura produttiva, nella redditività e nelle modalità di finanziamento delle imprese dei paesi partecipanti possono riflettersi sulla capacità di trarre beneficio dalla maggiore integrazione dei mercati dei prodotti; possono indurre una maggiore vulnerabilità al verificarsi di mutamenti nelle condizioni

monetarie. Il nuovo contesto istituzionale impone di ripensare il quadro delle politiche volte a favorire il conseguimento di una struttura produttiva più efficiente.

Occorre innanzitutto interrogarsi sulle relazioni tra piccola dimensione e opportunità di crescita dell'economia italiana.

L'analisi economica non fornisce una valutazione univoca del ruolo della piccola impresa. Secondo alcuni studiosi, essa è un residuo pre-industriale, simile all'artigianato, destinato a scomparire con l'affermarsi dell'industria moderna.

Una consolidata tradizione di pensiero traccia un legame di necessità tra grande dimensione, attività innovativa e crescita. È la grande impresa che genera larga parte dell'innovazione; è la disponibilità di ingenti risorse umane e finanziarie che produce innovazione; è attraverso il processo innovativo che si ha crescita economica; solo le grandi imprese sono in grado di sostenere i costi delle unità di ricerca e hanno la capacità di mantenere una rete di relazioni con altri soggetti qualificati, *in primis* le università.

Come ha ricordato il Governatore di fronte alla Commissione Bilancio della Camera dei Deputati, la dimensione costituisce un fattore determinante per l'attività innovativa: nel 1997, circa il 78 per cento dell'attività di ricerca e sviluppo è stata realizzata, in Italia, da imprese con almeno 500 addetti, contro il 2,5 di quelle con meno di 50.

Una impostazione alternativa tende a sottolineare i fattori di successo delle piccole imprese, rafforzati dai mutamenti tecnologici che accentuerebbero il vantaggio della ridotta dimensione in termini di flessibilità, innovazione organizzativa, rapidità di reazione alle richieste dei mercati. Verrebbero in questo modo compensati gli svantaggi dovuti alle minori economie di scala. Le piccole imprese sarebbero centri di innovazione, anche se di tipo *incrementale* e di processo.

Sotto questo profilo la realtà italiana non è uniforme. Oltre alle piccole imprese "isolate", la distribuzione geografica evidenzia fenomeni agglomerativi, i distretti industriali, nel cui ambito la produzione non risulta concentrata verticalmente in grandi impianti, ma ripartita tra piccole unità. Piuttosto che sulle economie di scala, il vantaggio dei distretti si fonda sulla maggiore specializzazione di ciascuna componente nelle singole fasi produttive.

Secondo una definizione ampia del concetto di distretto industriale circa il 40 per cento dell'occupazione manifatturiera totale è impiegata in imprese di piccola dimensione,

localizzate in aree distrettuali; la percentuale arriva al 60 per cento nelle regioni del Nord-Est e scende al 10 nel Sud.

A questo modello di industrializzazione si fa spesso riferimento per argomentare contro l'esistenza di un problema dimensionale nel nostro sistema produttivo. Tuttavia non è possibile ignorare che l'innovazione più costosa, quella che implica discontinuità tecnologiche, rimane necessariamente confinata alle grandi imprese.

Il modello di controllo è in generale connotato da una forte concentrazione della proprietà; dal peso dei nuclei familiari nella quota di controllo; dallo scarso ricorso alla raccolta di nuovi capitali di rischio, con riflessi sulle possibilità di crescita.

Un meccanismo alternativo allo sviluppo interno è rappresentato dalla costruzione di gruppi piramidali basati su catene di controllo e su partecipazioni incrociate: nel 1996 oltre il 50 per cento delle imprese manifatturiere italiane con più di 50 addetti era organizzata in gruppo. Anch'esso tuttavia si è dimostrato insufficiente per conseguire dimensioni medie d'impresa paragonabili a quelle di altri grandi paesi. La crescita delle aziende, il salto dimensionale delle piccole, richiedono anche una modificazione negli assetti di controllo con l'ingresso di nuovi soggetti.

L'integrazione finanziaria crescente tra economie avanzate, le nuove tecnologie, la rimozione delle residue barriere alla concorrenza internazionale, i vincoli alla concessione di aiuti pubblici, l'unificazione monetaria hanno contribuito alla creazione di un nuovo spazio economico europeo caratterizzato da alta mobilità dei capitali e all'affermazione di una competizione fondata sull'attitudine a incrementare e diffondere nuove conoscenze.

È in questo contesto che va valutata la capacità di tenuta e di crescita della nostra economia.

Per rispondere a mutamenti di tipo congiunturale può risultare sufficiente una risposta basata sugli aggiustamenti di prezzo; più profondi sono gli adattamenti richiesti dai mutamenti strutturali come quello in corso.

Ogni paese si connota nel tempo per gli assetti istituzionali e di mercato, per l'insieme di istituzioni di cui dispone, frutto di una sedimentazione di consuetudini e di scelte consapevoli. L'interazione tra istituzioni, imprese e individui può dar luogo a circoli virtuosi di crescita o, viceversa, a equilibri di stagnazione. Allorquando, come in questi anni, si sperimenta un profondo cambiamento strutturale quasi in ogni componente dell'ambiente economico-sociale, si pone un problema di compatibilità, di coerenza fra i

mutamenti: diventa importante la capacità di passare a un equilibrio economico-istituzionale, adatto al nuovo scenario.

La transizione verso un nuovo equilibrio postula il coinvolgimento degli intermediari e dei mercati finanziari.

3. La finanza per l'impresa

La relazione tra sviluppo dei mercati finanziari e crescita economica è da tempo oggetto di dibattito; di rilievo è il rapporto tra istituzioni finanziarie e vitalità del sistema imprenditoriale.

Risulta ormai accertato che lo sviluppo dei mercati finanziari e degli intermediari influenza positivamente la crescita del prodotto e contribuisce a spiegare le differenze nel reddito pro capite osservate nel confronto internazionale.

Questioni ancora oggetto di dibattito riguardano la superiorità di particolari configurazioni del sistema finanziario nel favorire la crescita economica, nonché la rilevanza di fattori quali l'ordinamento giuridico e l'assetto istituzionale.

Secondo le analisi sinora effettuate la configurazione assunta dal sistema finanziario nei diversi paesi non sembra rilevante ai fini della crescita. Ciò che conta sarebbe l'ammontare complessivo di risorse finanziarie disponibili - siano esse fornite dai mercati dei capitali, dalle banche, da altri intermediari finanziari - che dipende anche dal grado di protezione offerto ai creditori e agli azionisti di minoranza.

Queste considerazioni risultano coerenti con il diverso peso assunto dalle banche nel finanziamento del settore privato in paesi che pure hanno registrato tassi di crescita del prodotto non dissimili tra loro.

La tendenza alla convergenza fra i sistemi finanziari dei paesi industrializzati - sostenuta in Europa dal processo di integrazione monetaria - ridimensiona l'importanza della distinzione tra sistemi orientati al mercato e sistemi orientati agli intermediari. Tuttavia l'orientamento del sistema finanziario verso le banche o verso il mercato può implicare differenze nella disponibilità di fondi per particolari settori di attività economica o una diversa reazione del sistema finanziario nelle fasi cicliche dell'economia.

Rimangono differenze nel livello di sviluppo dei mercati finanziari e nella struttura finanziaria delle imprese; possono non essere colte da indici aggregati quali lo sviluppo

complessivo del mercato finanziario. È quindi necessario fare riferimento alle eterogeneità che caratterizzano le imprese sia nel confronto internazionale, sia, nel nostro Paese, tra le classi dimensionali e i settori di attività economica.

Le fonti esterne di finanziamento nel 1998 erano da noi pari a 1,2 volte il PIL, contro 3,2 della Francia (dato del 1997), 2,4 del Regno Unito, 1,4 della Spagna. Come in altri paesi industriali, anche in Italia è cresciuto il peso delle azioni sul totale delle passività delle imprese: tuttavia il numero di società quotate è particolarmente basso.

Un confronto effettuato sulla base di dati analitici, riferiti a campioni di imprese dei principali paesi dell'Europa continentale (Germania, Francia e Spagna), indica che tra le passività delle imprese italiane è maggiore l'incidenza dei debiti bancari e della componente a breve termine; inoltre, in Italia i debiti obbligazionari costituiscono una quota inferiore a quella di Francia e Spagna. I debiti finanziari a breve termine sono minori per le imprese in grado di fornire garanzie reali, anche tenuto conto delle differenze nella struttura dell'attivo.

La preferenza per finanziamenti a breve scadenza sembra costituire per le banche un mezzo di tutela dei prestiti concessi; ciò dipende anche da fattori istituzionali, come la scarsa diffusione di operatori e strumenti tipici della finanza d'impresa, la rapidità e l'efficacia delle procedure di recupero dei crediti. Un'analisi comparata conferma che il peso dei debiti a breve risulta limitato per le imprese dei paesi dove maggiore è l'efficienza delle istituzioni giudiziarie e più incisiva la tutela dei creditori.

È opinione diffusa che il funzionamento delle procedure fallimentari nel nostro Paese risulti in molti casi inadeguato a garantire i diritti dei creditori e a risolvere con successo le crisi di impresa. Le inefficienze della legislazione fallimentare si traducono in basse quote di recupero dei crediti (30 per cento sulla base di un'indagine della Banca d'Italia) e in una durata eccessiva delle procedure (mediamente 6 anni).

Il mondo bancario si è recentemente dotato di un Codice di comportamento che costituisce una forma di autoregolamentazione dei rapporti tra banche e imprese in difficoltà. È auspicabile che un miglioramento delle procedure di gestione delle crisi determini una riduzione degli oneri attesi per il recupero dei crediti: ne potrà derivare un beneficio in termini di costo e disponibilità del credito per le imprese.

Dopo la riduzione della redditività provocata dalla recessione dei primi anni novanta, gli utili aziendali sono tornati a crescere; nell'ultimo quinquennio si è assistito a

un progressivo incremento dell'autofinanziamento, favorito, più di recente, dalla contrazione degli oneri finanziari dovuta alla riduzione dei tassi di interesse. La disponibilità di fonti interne di finanziamento ha determinato una crescita del rapporto tra autofinanziamento e investimenti, che ha favorito una riduzione del grado di indebitamento delle imprese. Il rapporto tra debiti finanziari e aggregato composto dagli stessi debiti e dal capitale è sceso, tra il 1992 e il 1999, di 11 punti; vi ha contribuito anche il maggior ricorso al mercato azionario.

Una struttura finanziaria nel complesso più equilibrata favorisce la ripresa del processo di accumulazione.

3.1 La finanza per le imprese nuove

La nascita di nuove iniziative imprenditoriali accanto alle imprese esistenti è determinante per un duraturo, fisiologico sviluppo di un sistema produttivo.

Soprattutto nei settori legati a nuove tecnologie possono venire meno molte delle rigidità che condizionano la nascita di ulteriori imprese nei settori tradizionali. Lo sviluppo di tali iniziative può peraltro incontrare ostacoli nella ricerca dei finanziamenti; in relazione alla difficoltà di valutare la bontà delle iniziative stesse, alla diffusa prevalenza di investimenti di tipo immateriale, alla frequente mancanza di capacità manageriali nei promotori.

La demografia d'impresa, il "ricambio imprenditoriale", è ovunque un fenomeno rilevante; in Italia assume proporzioni elevate. In base ai dati dell'ultimo Censimento intermedio dell'industria, pur condotto con metodologie che non rendono pienamente confrontabili i risultati con quelli dei precedenti censimenti, tra il 1991 e il 1996 il numero di imprese ha registrato un incremento del 12,8 per cento; da segnalare, peraltro, la riduzione del numero di quelle manifatturiere e soprattutto commerciali, in conseguenza dello sviluppo della grande distribuzione.

A partire dal 1994 il saldo tra iscrizioni e cessazioni alle Camere di Commercio risulta costantemente positivo. Nel 1999 si segnala un incremento superiore al 2 per cento (con un saldo netto di oltre 91.000 nuove imprese); il numero di imprese è salito a 4.514.000 unità.

Nel periodo 1995-99 le imprese attive registrate presso le Camere di commercio sono complessivamente aumentate di 170.000 unità, pari al 4,8 per cento. Vi hanno contribuito per

2,8 punti quelle del terziario avanzato, costituito da “intermediazione monetaria e finanziaria” e “attività immobiliari, noleggio, informatica e ricerca”. La crescita è riconducibile allo sviluppo della domanda di servizi innovativi da parte di imprese e famiglie: il numero delle presenze nel settore “informatica e attività connesse”, è aumentato, tra il 1995 e il 1999, di oltre 14.000 unità, pari al 33,8 per cento.

Dall’analisi della struttura finanziaria delle aziende giovani e di minore dimensione scaturiscono indicazioni sulla natura e l’intensità degli ostacoli che ne condizionano lo sviluppo.

Rispetto al 1992 la struttura finanziaria delle imprese italiane si è modificata, risultando più equilibrata: la riduzione del grado di indebitamento e dell’incidenza degli oneri finanziari ha contribuito al notevole recupero del *cash flow*. Al riequilibrio si sono accompagnate condizioni di offerta del credito bancario più distese, favorite anche dall’aumento della concorrenza nel mercato del credito.

La riduzione del *leverage* è stata meno intensa per le imprese di piccole e medie dimensioni, operanti da minor tempo sul mercato, anche se rispetto al 1992 si è assistito ad un aumento del *cash flow*, pure in tal caso sostenuto dalla riduzione degli oneri finanziari. Per queste imprese, tuttavia, un elevato livello di indebitamento, una struttura per scadenza dei debiti sbilanciata verso il breve termine, un ricorso ai mercati dei capitali pressoché nullo, possono avere ostacolato la realizzazione degli investimenti.

Nel 1998 il *leverage* delle imprese con addetti pari o superiori alle 200 unità risultava inferiore di circa 12 punti percentuali a quello delle imprese più piccole; per queste ultime gli oneri finanziari netti in rapporto al margine operativo lordo risultavano quasi tre volte superiori a quelli medi del campione di imprese esaminate; la quota di debiti bancari sul totale dei debiti finanziari superava il 70 per cento, in misura preponderante rappresentato da debiti a breve termine.

Tra le imprese piccole, quelle giovani mostravano nel 1998 un peso dei debiti ancora più elevato (66 per cento contro il 59 del complesso delle imprese fino a 200 addetti). Per esse risultava ancor più elevata la dipendenza da debiti bancari; l’incidenza degli oneri finanziari netti superava il 16 per cento del margine operativo lordo, contro il 14 circa del complesso delle piccole imprese.

Questa particolare configurazione della struttura finanziaria può ostacolare la crescita dimensionale delle aziende; l’elevata incidenza dei debiti a breve può frenare lo

sviluppo di progetti di investimento con redditività differita nel tempo: è il caso tipico delle imprese giovani e di piccole dimensioni che operano nei settori a elevata tecnologia per le quali al contenuto ammontare di attività materiali da offrire in garanzia alla banca si associa la necessità di fare affidamento su forme di finanziamento che non le esponano al rischio di interruzione dei progetti.

3.2 La finanza specializzata per l'innovazione e lo sviluppo delle nuove iniziative imprenditoriali

Nel confronto internazionale emergono due tipologie di rapporti tra finanziatori e imprese per favorire progetti di investimento di medio lungo termine: stabile relazione con la banca di riferimento, assistenza finanziaria assicurata da intermediari specializzati come i *venture capitalist*.

Importanti contributi al progresso del sistema produttivo possono derivare dalla capacità delle banche di fornire attività di consulenza a imprese sulle quali abbiano accumulato un ampio patrimonio di conoscenze. Diversi studi hanno mostrato che le imprese per le quali è più difficile la valutazione del merito di credito sulla base delle sole informazioni pubbliche traggono vantaggio da stretti rapporti di clientela con un intermediario creditizio.

La stessa diffusione delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione può trarre giovamento dalle relazioni d'affari con il mondo bancario, che negli ultimi anni ha fortemente incrementato gli investimenti di tipo informatico e di rete. In Italia sono state già avviate alcune iniziative: più di 50 intermediari partecipano a forme di commercio elettronico per la distribuzione di prodotti non finanziari presso il largo pubblico; alcune banche sono impegnate in progetti che utilizzano le opportunità di Internet per favorire l'incontro dei flussi di domanda ed offerta di prodotti e servizi tra imprese.

Negli Stati Uniti la disponibilità di fondi per le imprese giovani, di piccola dimensione, operanti soprattutto in settori innovativi, è stata in parte assicurata dalle società di *venture capital*. Le specificità dei contratti di *venture capital* hanno spesso consentito di allentare i vincoli finanziari che caratterizzano le imprese con elevate prospettive di crescita.

Il *venture capitalist* raccoglie le risorse finanziarie presso fondi chiusi, investitori istituzionali e privati e finanzia l'impresa in genere acquisendo anche obbligazioni convertibili in azioni. La prosecuzione del finanziamento è condizionata al raggiungimento di obiettivi prestabiliti; la compartecipazione di più intermediari agli investimenti favorisce il frazionamento dei rischi e la valutazione congiunta della validità del progetto; la convertibilità della partecipazione obbligazionaria garantisce all'intermediario la possibilità di trarre profitto dalle iniziative di successo e ne limita le perdite in caso di *performance* insoddisfacente.

Intensa è la partecipazione del *venture capitalist* alle decisioni di impresa; ai fini del controllo su quest'ultima è importante la frequenza dei contatti; opportuno è strutturare la retribuzione del *management* per incentivarne l'impegno.

Negli Stati Uniti le imprese assistite dal *venture capital* risultano più innovative anche rispetto a quelle operanti negli stessi settori ad alta tecnologia; il tempo che intercorre tra progettazione e produzione è più breve; più elevati sono gli investimenti in ricerca e sviluppo; il numero di brevetti ottenuto è superiore a quello conseguito da altre imprese del settore.

In Europa le operazioni di investimento nel capitale di rischio delle imprese hanno registrato una forte crescita negli ultimi anni. Nei paesi dell'area dell'euro il flusso d'investimenti è stato pari a 12,2 miliardi di dollari nel 1999, con un aumento di oltre il 60 per cento rispetto all'anno precedente. Nel Regno Unito il valore di queste operazioni è risultato pari a quello del complesso dei paesi dell'area.

Tuttavia, la dimensione complessiva del mercato risulta molto inferiore a quella degli Stati Uniti. Un confronto omogeneo è peraltro reso difficoltoso dalle differenze fra le definizioni di *venture capital* adottate negli Stati Uniti e in Europa: mentre negli USA i dati sul *venture capital* comprendono soltanto in minima parte le operazioni di *management buy-out*, in Europa le statistiche includono anche queste operazioni, che nel Regno Unito rappresentano la quota preponderante.

I fondi raccolti per operazioni di *venture capital* e di *management buy-out* erano pari nel 1999 all'1,2 per cento del PIL negli Stati Uniti, contro lo 0,2 nei paesi dell'area dell'euro e lo 0,7 nel Regno Unito. Limitando l'attenzione ai soli fondi raccolti per operazioni di *venture capital* in senso stretto, la loro incidenza era dello 0,5 per cento del PIL negli USA, dello 0,1 nell'area dell'euro, dello 0,2 nel Regno Unito.

Per lo sviluppo di nuove imprese e per il finanziamento di progetti ad alto contenuto tecnologico il ruolo del *venture capitalist* è particolarmente rilevante nelle prime fasi di attività, quando il rischio di fallimento dell'iniziativa è elevato.

In queste fasi le operazioni di *venture capital* sono classificabili in operazioni di *seed financing*, di *start-up* e di *first stage financing*. Con le prime viene messo a disposizione dell'imprenditore un ammontare relativamente contenuto di capitale in uno stadio in cui occorre ancora dimostrare la validità di un nuovo prodotto o di un nuovo processo produttivo. Le operazioni di *start-up* interessano imprese che stanno iniziando la fase di produzione, dopo aver superato la sperimentazione. Il *first stage financing* si rivolge ad aziende che hanno già avviato la fase di produzione ma che necessitano di apporti di capitale per consolidare la presenza sul mercato.

Altre operazioni di *venture capital* consentono di fornire i fondi necessari all'ulteriore sviluppo dell'impresa; una volta superati con successo questi stadi viene approntato un piano finanziario che ha, generalmente, lo scopo di quotare l'azienda sul mercato.

In Europa il peso degli investimenti erogati nelle fasi di *seed financing* e *start-up* è inferiore rispetto a quanto si registra per gli Stati Uniti (0,04 e 0,1 per cento del PIL rispettivamente); in Italia risulta ancor più modesto (0,01 per cento). Nel mercato europeo meno di un terzo degli investimenti è indirizzato verso imprese che operano nei settori ad alta tecnologia (comunicazioni, informatica, elettronica, biotecnologia, farmaceutici) rispetto all'85 per cento degli Stati Uniti.

I dati della Centrale dei bilanci indicano che in Italia le imprese operanti nei settori *high tech* sono caratterizzate da un'incidenza dell'indebitamento in linea con quella media, da un minor peso della componente dei debiti bancari a breve, da una più contenuta dipendenza dal credito bancario. Le informazioni sulle spese in ricerca e sviluppo e sugli investimenti immateriali, ricavabili da un'indagine della Banca d'Italia, indicano che le imprese con una quota particolarmente elevata di tali spese sul totale dell'attivo nel 1999 si erano caratterizzate per valori più contenuti del *leverage*, minore dipendenza dal debito bancario, una quota inferiore di debiti a breve.

Per il complesso delle aziende *high tech*, i dati sulla composizione delle passività finanziarie non indicano differenze rispetto alle altre imprese tali da indurre a concludere che i loro programmi di sviluppo possano essere gravati da particolari difficoltà. Per la

configurazione che assumono le imprese della Nuova economia, tuttavia, appare opportuno esaminare anche la composizione delle passività e alcuni indicatori di bilancio relativi alle piccole e medie imprese che vi operano e, tra queste, a quelle giovani.

Per le imprese *high tech* di piccola e media dimensione l'incidenza dei debiti finanziari a breve termine sul complesso dei debiti finanziari era pari nel 1998 al 72 per cento, contro il 59 del totale del settore; il valore è superiore all'80 per cento per le imprese minori e giovani. Inoltre, per l'insieme delle aziende del settore l'incidenza delle attività materiali sull'attivo totale si conferma particolarmente bassa anche se confrontata con quella del totale delle imprese piccole e giovani. Tale caratteristica scoraggia il ricorso al finanziamento bancario che risulta più contenuto rispetto al totale delle più giovani.

L'attività di consulenza finanziaria, con l'offerta di servizi simili a quelli del *venture capitalist*, potrà favorire la nascita e il consolidamento di imprese nei settori a elevata tecnologia.

Dati recenti sugli investimenti nel capitale di rischio delle imprese italiane mostrano una forte accelerazione. La dimensione del mercato è inferiore a quella dei principali paesi europei; risulta ancora limitata la quota di investimenti che hanno finanziato imprese del settore ad alto contenuto tecnologico (18 per cento contro il 31 dei paesi dell'area dell'euro). Gli investimenti in capitale di rischio nelle fasi iniziali di sviluppo sono stati pari, nel 1999, all'8 per cento del totale dei finanziamenti, un valore inferiore anche a quello dei paesi dell'Europa continentale (18 in Francia e 32 in Germania).

Nel nostro Paese dei 63 operatori attivi nel *venture capital* circa la metà sono italiani: banche, fondi mobiliari chiusi e società finanziarie dell'elenco speciale ex art. 107 del Testo unico bancario. Per le società finanziarie alla fine dello scorso anno le partecipazioni destinate al futuro smobilizzo rappresentavano soltanto il 12 per cento del totale dell'attivo e la principale fonte di ricavi era costituita dai proventi del portafoglio titoli detenuto per tesoreria.

La bassa incidenza delle partecipazioni volte al finanziamento delle imprese potrebbe riflettere una limitata domanda da parte delle aziende italiane, ancora restie ad attivare questo canale di finanziamento della propria crescita. La preferenza delle società finanziarie italiane, relativamente più giovani rispetto ai concorrenti esteri, per i titoli

potrebbe anche dipendere dalla necessità di identificare nelle prime fasi di attività i segmenti di mercato più promettenti.

3.3 Le condizioni per lo sviluppo della finanza specializzata per l'innovazione

Il successo del *venture capital* negli Stati Uniti è legato in larga parte alla presenza di un mercato azionario molto sviluppato.

L'uscita dall'investimento da parte del *venture capitalist* è avvenuta soprattutto tramite la quotazione in borsa dell'impresa: nel 1999 il 50 per cento delle imprese ammesse in borsa era assistito da un *venture capitalist*, in crescita dal 20 del 1998. Nello stesso anno nell'area dell'euro l'offerta pubblica di azioni sul mercato ha rappresentato il 15 per cento circa del complesso dell'ammontare disinvestito; la modalità più frequente continua a essere rappresentata dalla vendita ad altra azienda (47 per cento). L'ammontare disinvestito per il tramite del ricorso al mercato rappresenta il 26 per cento nel Regno Unito, il 19 in Germania, il 16 in Francia e il 10 in Italia.

Il minore sviluppo dei mercati azionari riduce l'attività di *venture capital* e fa sì che il rientro del finanziamento avvenga prevalentemente mediante la vendita della partecipazione ad altre imprese. Questa modalità di conclusione del rapporto con il *venture capitalist*, aumentando il rischio di perdita del controllo da parte dell'imprenditore, può disincentivare il ricorso a questa forma di finanziamento.

Le prospettive del mercato azionario europeo e lo sviluppo di mercati europei per le imprese con alte potenzialità di crescita potranno favorire i disinvestimenti tramite quotazione e quindi lo sviluppo del *venture capital*. La capitalizzazione dei mercati europei "dedicati" è ancora molto inferiore a quella del Nasdaq americano.

Negli Stati Uniti gli investimenti delle società di *venture capital* hanno generato rendimenti elevati, pur in presenza di ampia variabilità. Il successo di queste operazioni ha determinato una crescita sostenuta dei fondi affluiti alle società: i partecipanti ai fondi sono stati attratti dalle elevate plusvalenze realizzate dopo la quotazione delle imprese assistite.

L'utilizzo sempre più intenso dei nuovi strumenti telematici nelle fasi della produzione e lo sviluppo di nuove aziende a elevato contenuto tecnologico, avvenuto in buona misura con l'assistenza dei *venture capitalist*, hanno consentito negli Stati Uniti una sostenuta fase di crescita in un contesto di bassa inflazione. Nel dibattito sul nesso tra

tecnologie dell'informazione e della comunicazione e crescita della produttività negli Stati Uniti un ruolo importante viene riconosciuto allo sviluppo dei mercati finanziari, soprattutto in materia di innovazioni nella gamma dei prodotti, aumento della concorrenza, affermazione degli intermediari e dei mercati specializzati nel finanziamento delle imprese *high-tech*.

L'attività del *venture capitalist* può rappresentare un modello di intermediazione che unisce la capacità di analisi dei progetti di investimento alla possibilità per le imprese di accedere ai mercati azionari a costi inferiori. I sistemi finanziari orientati alle banche, tipici dell'Europa continentale, si potranno giovare di forme di intermediazione con queste caratteristiche.

Lo sviluppo del *venture capital* è stato indicato come necessario nei recenti vertici europei di Lisbona e Feira. A tal fine la Banca Europea degli Investimenti ha riservato nuove risorse concentrando queste attività nel Fondo europeo degli investimenti. Scopo precipuo è quello di dedicare i fondi alla nascita di nuove imprese *high tech* e più in generale accrescere la dotazione di capitale di rischio nelle imprese minori.

Un impulso potrà derivare dalle stesse banche nella ricerca di nuove fonti di ricavi da servizi. Il coinvolgimento delle aziende di credito nel finanziamento delle imprese a elevato contenuto tecnologico è limitato, come si è detto, dall'alta rischiosità di questi investimenti e dalla scarsità di garanzie reali. La partecipazione delle banche ai fondi di *venture capital* risulta determinante per il finanziamento di questi settori e, più in generale, delle imprese nella fase iniziale del ciclo produttivo; nel 1999 nell'area dell'euro il 33 per cento della raccolta dei fondi era affluita dalle banche; tale valore era del 40 per cento in Italia.

Un apporto allo sviluppo delle nuove imprese è costituito dalla partecipazione delle banche ai consorzi di collocamento in occasione della quotazione; il patrimonio di conoscenze da esse possedute può essere messo a frutto per un'azione di certificazione della validità dell'investimento.

Non vanno sottovalutati i rischi insiti in forme di intermediazione quali il *venture capital*. Si sostiene da più parti che l'intenso sviluppo di questa forma di intermediazione e l'aumento della liquidità affluita agli intermediari che la propongono possono determinare una minore attenzione alla validità dei progetti di investimento, un disincentivo a effettuare

prestiti sindacati, un aumento del potere contrattuale del *venture capitalist*: potrebbero risultare affievoliti i meccanismi peculiari sui quali si basa il successo di questi operatori.

La minore attenzione alla qualità degli investimenti può influire negativamente sulla valutazione che il mercato attribuisce alle imprese tecnologiche; anche quelle dotate di progetti validi possono venire penalizzate nelle fasi in cui la riduzione dei corsi azionari allontana gli investitori.

Per le banche il coinvolgimento anche indiretto nel finanziamento delle imprese tecnologiche rende necessario un continuo affinamento degli strumenti di valutazione dei rischi; negli Stati Uniti sono stati di recente proposti specifici *ratios* patrimoniali per le partecipazioni delle banche nei fondi di *private equity*.

Le evidenze sugli andamenti della raccolta di fondi dagli investitori, dei successivi investimenti e delle relazioni con gli investitori istituzionali portano a ritenere che l'industria del *venture capital* sia ciclica. Ciò implica un'alternanza tra periodi di crescita e periodi di crisi dell'industria.

È importante distinguere tra fattori di breve e di lungo termine. Tra questi ultimi la capacità delle imprese di proporre progetti validi, una connessione ancora più stretta tra i mondi della ricerca e della produzione, una buona qualità del management delle società di *venture capital* sono elementi determinanti nel limitare l'insorgere di crisi.

L'analisi del *venture capital* permette di esemplificare le modalità con le quali la finanza può favorire lo sviluppo delle imprese innovative: attività di consulenza, frequenti contatti tra il finanziatore e l'imprenditore, facilità di sbocco dell'impresa sul mercato dei capitali. Quest'ultimo può avere effetti benefici in termini di costo e di disponibilità del credito bancario, rendendo la struttura finanziaria più consona al perseguimento di progetti di medio-lungo termine.

4. Le prospettive e le politiche

In sintesi, il sistema produttivo italiano investe poco in ricerca e sviluppo, ha una specializzazione di tipo tradizionale, non è sostenuto da un sistema formativo particolarmente efficiente.

Le caratteristiche del mercato finanziario italiano riflettono frammentazione dell'offerta in piccole unità produttive controllate da nuclei familiari, limitatezza del

mercato azionario, scarsa diffusione delle obbligazioni, preponderanza del debito bancario a breve termine. Ne risultano difficoltà di finanziamento degli investimenti per le imprese più giovani e innovative, non compensate da un adeguato sviluppo delle forme di finanza dedicata.

Il *venture capital*, anche se con una rilevanza quantitativa ancora modesta, appare come uno strumento idoneo per sostenere lo sviluppo e l'innovazione; rappresenta uno dei canali di finanziamento cui le imprese impegnate in programmi innovativi e di espansione possono attingere; è adatto soprattutto per imprese nascenti, in particolare nei settori ad alta tecnologia.

È in ogni caso essenziale che il credito bancario a breve non svolga funzioni improprie, di minimizzazione e controllo del rischio creditizio. Un mercato del capitale di rischio più sviluppato e articolato in sezioni specializzate, una gamma più ampia di strumenti di indebitamento sono necessari.

Il finanziamento dell'innovazione va inserito nella più generale azione di sostegno ai processi di riorganizzazione dell'industria bancaria e degli altri intermediari ove si registra una notevole intensificazione della concorrenza, una cospicua riduzione della frammentazione dell'offerta, lo sviluppo di nuovi servizi.

Questo chiama in causa "condizioni al contorno" che vanno ben al di là delle questioni tecniche legate allo sviluppo della finanza specializzata per le imprese innovative.

Innanzitutto si tratta di favorire la crescita degli investitori istituzionali, in buona parte connessa con l'attuazione di una riforma del sistema di previdenza pubblica. Senza la partecipazione di questi operatori, il mercato borsistico difficilmente potrà raggiungere dimensioni e modalità di funzionamento tali da rappresentare lo strumento più efficiente per il finanziamento degli investimenti innovativi; né potrà consentire alle imprese giovani e piccole di attuare progetti di espansione produttiva a costi contenuti.

In secondo luogo è fortemente avvertita la necessità di una riforma del diritto societario per le imprese non quotate, insieme a una revisione del diritto fallimentare. Vanno introdotte maggiori flessibilità organizzative e gestionali delle imprese, meglio garantiti i diritti dei creditori, accresciute le possibilità di affrontare con soluzioni di mercato le crisi aziendali.

In terzo luogo occorre colmare i ritardi nell'attività di ricerca e sviluppo, di formazione del capitale umano. In tema di scuola, università, ricerca di base, e anche attività innovativa in senso stretto, un ruolo essenziale gioca l'intervento pubblico. Un intervento differenziato, che non interferisca nelle scelte imprenditoriali, ma sappia contrastare le derive di sottoinvestimento laddove esse si formino.

È necessario favorire l'innovazione e la crescita procedendo con decisione nell'opera di liberalizzazione dei mercati dei beni e dei servizi, di miglioramento della qualità dei servizi pubblici, di ulteriore aumento della funzionalità del mercato del lavoro.

Alla finanza d'impresa resta il compito fondamentale di consentire la riallocazione delle risorse che i tempi impongono, svolgendo un ruolo autonomo di vaglio delle iniziative più promettenti, innovando nei modi in cui l'offerta di servizi finanziari e collegati asseconda le nuove esigenze imprenditoriali.

SPESE DI RICERCA E SVILUPPO IN ALCUNI PAESI INDUSTRIALI
(in percentuale del PIL)

Paesi	1981	1986	1991	1993	1995	1996	1997	1998
Francia								
Totale	1,97	2,23	2,41	2,45	2,34	2,32	2,24	2,20
Imprese	1,16	1,31	1,48	1,51	1,43	1,43	1,37	1,37
Germania								
Totale	2,43	2,73	2,61	2,42	2,31	2,30	2,31	2,32
Imprese	1,71	2,00	1,81	1,62	1,53	1,52	1,56	1,57
Italia								
Totale	0,88	1,13	1,24	1,14	1,01	1,02	1,00	1,03
Imprese	0,50	0,66	0,69	0,61	0,54	0,55	0,53	0,56
Regno Unito								
Totale	2,37	2,25	2,11	2,15	2,02	1,95	1,87	-
Imprese	1,49	1,55	1,42	1,44	1,32	1,27	1,22	-
Spagna								
Totale	0,42	0,61	0,87	0,91	0,85	0,87	0,86	0,88
Imprese	0,19	0,34	0,49	0,44	0,41	0,42	0,42	0,43
Unione europea								
Totale	1,70	1,91	1,95	1,92	1,84	1,83	1,82	-
Imprese	1,06	1,25	1,23	1,19	1,14	1,14	1,14	-
Giappone								
Totale	2,13	2,55	2,82	2,68	2,77	2,80	2,89	-
Imprese	1,41	1,82	2,13	1,90	1,94	2,01	2,10	-
Stati Uniti								
Totale	2,42	2,85	2,81	2,62	2,61	2,66	2,70	2,77
Imprese	1,70	2,06	2,05	1,85	1,88	1,95	2,01	2,08

Fonte: OCSE, *Main Science and Technology Indicators*, 1999.

INDICATORI SULL'ISTRUZIONE IN ALCUNI PAESI OCSE
(anno scolastico 1995-96)

Paesi	Studenti per 100 insegnanti		Spesa pubblica per istruzione in % del PIL			
	Istruzione primaria	Istruzione secondaria	Istruzione primaria	Istruzione secondaria	Istruzione universitaria	Totale (incluse spese non divisibili)
Francia	19,5	13,3	1,2	3,2	1,1	6,3
Germania	20,9	15,0			1,1	5,8
Italia	11,2	10,2	1,1	2,1	0,8	4,7
Regno Unito	21,3	15,6			1,0	
Spagna	18,0	15,1	1,3	2,7	1,1	5,7
Stati Uniti	16,9	16,1	1,8	2,0	2,4	6,7
Giappone	19,7	15,9	1,3	1,7	1,0	4,7

Fonte: OCSE.

PASSIVITA' FINANZIARIE DELLE IMPRESE

Paesi	Anno	Consistenze in rapporto al PIL
Francia	1991	2,26
	1997	3,20
Germania	1991	1,25
	1998 ⁽¹⁾	1,76
Giappone	1991	2,37
	1996	2,03
Italia ⁽²⁾	1991	1,05
	1998	1,20
Regno Unito ⁽³⁾	1991	1,77
	1998	2,39
Spagna	1991	1,10
	1998 ⁽⁴⁾	1,35
Stati Uniti	1991	1,26
	1996	1,46

Fonte: OCSE, *Financial Accounts* .

(1) Deutsche Bundesbank, *Financial Accounts for Germany 1990 to 1998* .

(2) Conti finanziari.

(3) Office for National Statistics, *United Kingdom National Accounts* .

(4) Banco de España, *Financial Accounts of the Spanish Economy 1989-1998* .

COMPOSIZIONE DEL PASSIVO DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE
(valori percentuali; dati medi triennali)

Paesi	Germania ⁽¹⁾	Francia ⁽²⁾	Italia ⁽²⁾	Spagna ⁽³⁾
Totale debiti a breve termine	37,6	35,6	53,4	31,1
Debiti bancari a breve termine	5,5	3,4	10,5	5,5
Debiti commerciali a breve termine	16,4	21,0	20,7	15,3
Altri debiti a breve termine	15,7	11,2	22,1	10,3
<i>di cui: finanziari</i>	-	1,6	16,1	4,1
Totale debiti a lungo termine	5,9	24,9	11,4	19,3
Obbligazioni	0,1	9,9	1,5	3,7
Debiti bancari a lungo termine	3,4	4,1	6,1	10,5
Altri debiti a lungo termine	2,4	10,9	3,8	5,1
<i>di cui: finanziari</i>	-	10,1	2,7	3,4
Fondi rischi e spese	27,9	8,8	7,7	5,7
<i>di cui: passività nei confronti dei dipendenti</i>	13,5	0,0	4,2	2,0
Altre passività	0,2	1,3	0,9	0,3
Capitale e riserve	28,4	29,4	26,6	43,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: elaborazioni su Bank for the Accounts of Companies Harmonized.

(1) 1995-97. Il campione delle imprese tedesche ha un grado di copertura inferiore a quello degli altri paesi considerati.

(2) 1996-98.

(3) 1995-97.

ALCUNI INDICATORI PER LE IMPRESE NON FINANZIARIE ITALIANE

(dati riferiti al 1992; medie ponderate)

	Totale imprese del campione	Imprese con addetti >200	Imprese con addetti <=200	Imprese con addetti >200		Imprese con addetti <=200	
				età > 5 anni	età <= 5 anni	età > 5 anni	età <= 5 anni
Immobilizzazioni materiali/attivo	29,9	35,6	21,3	36,6	28,0	20,9	23,7
Cash flow/attivo	6,5	7,6	5,0	8,0	4,8	5,3	3,5
Investimenti fissi lordi/attivo	6,7	8,0	4,9	8,4	5,3	5,0	4,7
<i>di cui: investimenti immateriali</i>	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9
Debiti finanziari/(debiti finanz.+capitale)	59,5	58,2	61,5	57,9	59,6	60,5	68,5
Debiti finanziari a breve/debiti finanziari	55,9	49,0	67,0	46,3	68,0	68,1	60,5
Debiti bancari/debiti finanziari	70,2	64,1	80,5	64,8	58,9	82,1	71,4
Debiti bancari a breve/debiti bancari	62,5	53,9	73,7	52,1	68,2	74,1	71,1
	Imprese high tech	Imprese high tech con addetti >200	Imprese high tech con addetti <=200	Imprese high tech con addetti > 200		Imprese high tech con addetti <=200	
				età > 5 anni	età <= 5 anni	età > 5 anni	età <= 5 anni
Immobilizzazioni materiali/attivo	16,7	16,6	17,1	15,9	19,7	16,8	18,4
Cash flow/attivo	7,0	6,8	7,5	5,0	13,6	7,6	6,9
Investimenti fissi lordi/attivo	4,7	4,6	5,2	4,2	6,5	5,3	5,1
<i>di cui: investimenti immateriali</i>	0,8	0,7	1,3	0,7	0,8	1,3	1,1
Debiti finanziari/(debiti finanz.+capitale)	46,7	44,6	57,9	46,8	36,6	56,7	65,3
Debiti finanziari a breve/debiti finanziari	56,9	54,2	67,3	53,0	60,1	67,0	68,6
Debiti bancari/debiti finanziari	78,1	78,9	75,4	77,9	83,4	76,5	70,0
Debiti bancari a breve/debiti bancari	58,0	53,3	77,4	52,6	56,4	77,5	76,6

Fonte: elaborazioni sul campione di imprese della Centrale dei bilanci.

ALCUNI INDICATORI PER LE IMPRESE NON FINANZIARIE ITALIANE
(dati riferiti al 1998; medie ponderate)

	Totale imprese del campione	Imprese con addetti >200	Imprese con addetti <=200	Imprese con addetti >200		Imprese con addetti <=200	
				età > 5 anni	età <= 5 anni	età > 5 anni	età <= 5 anni
Immobilizzazioni materiali/attivo	28,0	32,6	20,0	32,8	30,7	19,8	23,4
Cash flow/attivo	8,8	10,4	6,3	10,3	11,5	6,3	5,3
Investimenti fissi lordi/attivo	6,0	6,5	5,2	6,3	8,7	5,2	5,4
<i>di cui: investimenti immateriali</i>	0,9	0,9	0,8	0,9	2,0	0,8	0,8
Debiti finanziari/(debiti finanz.+capitale)	51,7	47,4	59,2	48,1	37,8	58,9	65,6
Debiti finanziari a breve/debiti finanziari	61,7	56,4	69,9	56,0	62,0	70,3	63,2
Debiti bancari/debiti finanziari	66,8	59,4	77,9	59,1	65,7	77,7	80,8
Debiti bancari a breve/debiti bancari	63,7	55,6	73,2	55,0	64,6	73,9	60,9
				Imprese high tech con addetti > 200		Imprese high tech con addetti <=200	
	Imprese high tech	Imprese high tech con addetti >200	Imprese high tech con addetti <=200	età > 5 anni	età <= 5 anni	età > 5 anni	età <= 5 anni
Immobilizzazioni materiali/attivo	16,0	16,0	16,6	16,0	15,5	16,8	13,3
Cash flow/attivo	7,4	7,2	8,6	7,3	4,7	8,5	11,5
Investimenti fissi lordi/attivo	5,5	5,5	5,2	5,5	6,5	5,2	4,7
<i>di cui: investimenti immateriali</i>	1,2	1,3	0,8	1,3	0,8	0,8	0,9
Debiti finanziari/(debiti finanz.+capitale)	49,9	49,6	52,4	49,0	69,0	53,0	41,7
Debiti finanziari a breve/debiti finanziari	59,3	56,9	72,0	57,1	50,9	71,3	85,3
Debiti bancari/debiti finanziari	55,5	53,5	67,5	55,1	13,9	67,6	67,1
Debiti bancari a breve/debiti bancari	54,5	49,5	75,7	49,3	75,0	75,0	90,1

Fonte: elaborazioni sul campione di imprese della Centrale dei bilanci.

PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

	Stati Uniti		Area dell'Euro ⁽¹⁾		Regno Unito		Italia		Francia		Germania	
	1998	1999	1998	1999	1998	1999	1998	1999	1998	1999	1998	1999
Investimenti di venture capital (miliardi di dollari)	19,2	48,3	7,5	12,2	8,0	12,3	1,0	1,9	2,0	3,0	2,2	3,4
in % del PIL	0,2	0,5	0,1	0,2	0,6	0,9	0,09	0,16	0,1	0,2	0,1	0,2
Investimenti verso imprese high tech/totale degli investimenti (valori percentuali)	80,0	85,3	27,7	31,4	24,9	18,5	10,7	18,3	27,3	28,6	34,6	42,6
Quota degli investimenti nelle fasi iniziali (seed e start-up); (valori percentuali)	28,0	19,0	19,9	21,4	2,5	2,2	15,7	8,3	14,5	18,4	23,9	31,7
Investimenti nelle fasi iniziali (seed e start-up) in % del PIL	0,06	0,10	0,02	0,04	0,01	0,02	0,01	0,01	0,02	0,04	0,02	0,05
Quota degli investimenti nelle fasi iniziali e in quelle di espansione (valori percentuali)	84,0	89,0	57,6	61,3	23,1	22,1	52,1	30,3	47,3	56,4	67,2	81,7
Quota degli investimenti nelle fasi iniziali e in quelle di espansione in % del PIL	0,18	0,46	0,07	0,12	0,13	0,19	0,05	0,05	0,06	0,12	0,07	0,13
Raccolta di nuovi fondi specificamente destinati al venture capital in % del PIL	0,32	0,50	0,08	0,14	0,07	0,21	0,02	0,10	0,15	0,12	n.d.	0,12
Raccolta di nuovi fondi per operazioni di private equity in % del PIL	1,2	1,2	0,16	0,24	0,74	0,73	0,09	0,20	0,29	0,3	0,1	0,2

Fonti: per gli Stati Uniti: National Venture Capital Association. Per l'Europa: European Venture Capital Association e AIFI (Associazione italiana degli investitori istituzionali nel capitale di rischio).

(1) Non comprende le informazioni relative al Lussemburgo.