

Università degli Studi di Trento

# **Sulla crescita delle piccole imprese: il ruolo della finanza**

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia  
Luigi Federico Signorini

Trento, 4 novembre 2015



## ***Indice***

<i>1. Introduzione.....</i>	<i>5</i>
<i>2. Le piccole e medie imprese in Italia: motore o freno dello sviluppo? .....</i>	<i>6</i>
<i>3. Gli ostacoli alla crescita: il ruolo della finanza.....</i>	<i>8</i>
<i>4. Verso un nuovo equilibrio .....</i>	<i>10</i>
<i>4.1. Gli incentivi delle imprese .....</i>	<i>10</i>
<i>4.2. Interventi sulla struttura del sistema finanziario.....</i>	<i>11</i>
<i>4.3. Prospettive in chiave europea.....</i>	<i>13</i>
<i>5. Conclusioni: i rischi e le incertezze del cambiamento .....</i>	<i>14</i>



## ***1. Introduzione***

Il tema che intendo oggi affrontare con voi è un classico del dibattito economico nel nostro paese da almeno mezzo secolo. È ben noto che la rivisitazione di un classico, soprattutto in ambiente accademico, comporta almeno tre rischi da cui è molto difficile coprirsi. Il primo è ovviamente la scarsa originalità; il secondo, all'opposto, è la presunzione di innovare laddove il sapere è consolidato e il consenso ormai raggiunto; il terzo, l'ingratitude verso i numerosi studiosi che hanno investito ben più tempo ed energie di quel che abbia fatto io non solo per tracciare il grande affresco ma anche per mettere a fuoco le scene di dettaglio<sup>1</sup>.

Conscio di questi pericoli, ripropongo oggi alla vostra attenzione la questione dei finanziamenti delle piccole e medie imprese, in particolare di quelle che intendono intraprendere un percorso di crescita e di innovazione dopo la grande crisi.

Trovare risorse esterne per le aziende di minore dimensione è un problema diffuso in tutte le economie del mondo: digitando "Small Business Finance" sul più noto motore di ricerca si ottengono 500 milioni di voci soltanto in lingua inglese (500 mila in italiano). Si tratta di proposte commerciali che, almeno nella loro bruta quantità, testimoniano dell'ampiezza di un mercato con domande specifiche a cui l'industria si affanna a offrire risposte. Asimmetrie informative, costi di transazione, difficoltà di scrivere e rendere cogenti i contratti contribuiscono a definire un mondo assai lontano dai confortanti modelli che offrono risultati validi in ogni tempo e circostanza.

Per l'economista la questione fondamentale è quella di stabilire se l'incontro di domanda e offerta generi livelli di efficienza soddisfacenti sia in termini statici sia, soprattutto, in termini dinamici; se vi siano fallimenti di mercato tali da giustificare l'intervento dello Stato ed eventualmente con quali strumenti. Per le autorità responsabili della regolamentazione del sistema finanziario e della vigilanza si aggiunge quella di valutare l'interazione tra il funzionamento dei processi di mercato e le norme e le azioni volte a salvaguardare la stabilità. È in questo territorio che proverò ad avventurarmi, non in modo astratto ma con riferimento alla concreta esperienza della struttura produttiva italiana, soprattutto alle sfide che l'attendono nel prossimo futuro.

---

<sup>1</sup> La bibliografia allegata ne rende, in qualche misura, conto. Desidero anche ringraziare Giorgio Gobbi, Giovanni Guazzarotti e Paolo Finaldi Russo per il loro contributo nella preparazione di questo intervento.

## ***2. Le piccole e medie imprese in Italia: motore o freno dello sviluppo?***

Le piccole e medie imprese (PMI) costituiscono una parte assai rilevante del sistema produttivo in tutte le economie, anche in quelle in cui hanno sede e operano i grandi colossi multinazionali. In Italia la frammentazione del sistema produttivo è però maggiore che in tutte le altre maggiori economie avanzate. In termini di valore aggiunto e occupazione le aziende con meno di 250 addetti rappresentano, rispettivamente, circa il 70 e l'80 per cento del totale, oltre 10 punti percentuali in più rispetto alla media dei paesi dell'Unione Europea. In particolare, sono soprattutto le microimprese, con meno di 10 addetti, a fare la differenza: in Italia sono circa 4,2 milioni e impiegano circa 7,8 milioni di persone (il 47 per cento del totale; 29 per cento nella media europea).

Questa peculiarità italiana ha radici lontane e si è accentuata a partire dagli anni settanta, quando del resto la dimensione media delle imprese è diminuita anche negli altri paesi europei. Vi sono state e vi sono tuttora profonde differenze nei giudizi su questa configurazione del sistema produttivo. Da un lato l'elevato peso della piccola e media impresa non sarebbe nient'altro che l'esito dell'arresto e dell'arretramento del grande processo di modernizzazione del Paese i cui alfieri erano le grandi imprese pubbliche e private<sup>2</sup>. Dall'altro un'ampia letteratura ha mostrato come le piccole e medie imprese italiane, soprattutto quelle manifatturiere che hanno saputo sfruttare le economie di agglomerazione nella fioritura dei distretti industriali, siano state esse stesse gli attori di una storia di successo che ha coniugato crescita e innovazione per lungo tempo<sup>3</sup>.

Le ragioni a sostegno dell'una o dell'altra tesi hanno perso o guadagnato forza in modo alterno nel corso degli ultimi decenni. Il progresso tecnico, l'evoluzione della società e lo sviluppo dell'economia mondiale spostano in continuazione gli equilibri tra le forze che determinano la configurazione del sistema produttivo: semplificando, economie di scala e costi di transazione spingono l'impresa verso la grande dimensione, mentre diseconomie organizzative o economie esterne localizzate, ossia le economie di agglomerazione, tendono a ridurre le dimensioni aziendali. Ho toccato con mano le difficoltà di confrontarsi con questi temi, avendo coordinato due progetti di ricerca sulle economie locali promossi dalla Banca

---

<sup>2</sup> Si veda ad esempio Berta (2013).

<sup>3</sup> Per i distretti i riferimenti obbligati sono Becattini (1979) e Brusco (1975). Una ricostruzione di lungo periodo dell'incidenza dei distretti industriali o di altre tipologie di agglomerazioni manifatturiere è contenuta in Brusco e Paba (1997). Per i fattori che hanno favorito la riduzione della dimensione media delle imprese, si veda Crafts e Magnani (2013).

d'Italia a cavallo del secolo<sup>4</sup>: se alla fine degli anni novanta il fulcro dell'analisi era quello di documentare e spiegare il successo dei distretti, agli inizi del decennio successivo l'attenzione si era spostata sulle cause del rallentamento dell'economia italiana.

Negli anni novanta la letteratura sui distretti industriali aveva ormai affermato l'idea che la dimensione aziendale fosse di per sé un concetto ingannevole. Nei distretti il valore di un'azienda non può essere misurato semplicemente in base alle attività presenti in bilancio o alle persone che vi lavorano. Contano anche aspetti territoriali, di tipo culturale o infrastrutturale, che contribuiscono in misura determinante alla produttività dei fattori impiegati nella gestione aziendale; conta, soprattutto, il sistema di connessioni a monte e a valle con altri produttori appartenenti alla stessa filiera. Il distretto nel suo complesso, non la singola impresa, è la vera entità economica che si confronta con il mercato e della quale avrebbe senso valutare dimensioni o competitività.

In quegli stessi anni novanta, tuttavia, il nostro sistema industriale inizia a essere investito da grandi cambiamenti destinati a mutare, ancora una volta, l'equilibrio tra economie di scala, costi di transazione ed economie di agglomerazione. La globalizzazione dei mercati, l'avvento delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione e il processo di integrazione europea determinano un brusco aumento della pressione concorrenziale a cui il sistema produttivo italiano reagisce con lentezza, e torna a farsi strada l'idea che questo dipenda anche dalle dimensioni contenute delle unità produttive<sup>5</sup>.

Negli anni più recenti, segnati in modo non transitorio dalla grande crisi, quelle tendenze hanno ormai acquisito pieno vigore. Emerge come fattore decisivo per la competitività di molte imprese l'appartenenza a filiere produttive non più locali o nazionali, ma organizzate su scala mondiale<sup>6</sup>. La competitività nasce principalmente dalla capacità di innovare, esportare e connettersi a grandi reti produttive o commerciali, tutte attività che richiedono soprattutto l'utilizzo di conoscenze avanzate e la disponibilità di capitale umano altamente qualificato.

In realtà gli effetti di questi fattori sulla dimensione ottimale delle imprese non sono scontati. La digitalizzazione dei processi produttivi, l'acquisizione di know-how tecnico o manageriale e la capacità di sviluppare relazioni ad elevato valore aggiunto con partner tecnologici, industriali o commerciali in astratto possono offrire spazi di competizione anche a

---

<sup>4</sup> I contributi sono raccolti in Signorini (2000) e Signorini e Omiccioli (2005), rispettivamente.

<sup>5</sup> Accetturo et al. (2013).

<sup>6</sup> Brandolini e Bugamelli (2009) e Bugamelli, Cannari, Lotti e Magri (2012).

imprese non troppo grandi. D'altro canto, è un dato di fatto che tali caratteristiche negli ultimi anni siano spesso andate di pari passo con la dimensione aziendale: i dati della *Community Innovation Survey* dell'Eurostat confermano ad esempio che in tutti i principali paesi europei le imprese grandi realizzano più frequentemente innovazioni e presentano una maggiore intensità dell'attività di ricerca e sviluppo. Vi è anche evidenza empirica che nei paesi in cui la dimensione aziendale è inferiore anche il tasso di crescita della produttività è più basso proprio a causa delle maggiori difficoltà incontrate dalle imprese di piccola dimensione a sostenere gli elevati costi fissi della R&S<sup>7</sup>.

Un esame delle ragioni di questi andamenti meriterebbe ben altro spazio di quello che è possibile dedicargli qui. Mi preme solo ripetere il concetto centrale: i vantaggi relativi della piccola e grande dimensione non sono né fissi né immutabili, quello che conta è che la struttura produttiva sia capace di reagire con prontezza ai mutamenti competitivi. In questo senso vi è una responsabilità pubblica: se ci sono freni od ostacoli all'adattamento della struttura produttiva, è bene cercare di rimuoverli.

### **3. *Gli ostacoli alla crescita: il ruolo della finanza***

La questione della dimensione aziendale a me pare infatti più dinamica che statica; mi pare cioè che, più che l'alto numero di piccole imprese, conti la capacità di crescere delle imprese più innovative. La presenza di un'ampia fascia di piccoli produttori è vitale per tutte le economie. Il punto è che in Italia sono troppo poche quelle che intraprendono percorsi di espansione e crescita: i risultati di alcune analisi statistiche, ad esempio, mostrano con chiarezza che rispetto alle imprese statunitensi quelle italiane crescono a tassi inferiori e che, in particolare, la fase iniziale di forte sviluppo dura per un periodo assai più breve, in media due anni invece di dieci<sup>8</sup>.

I fattori che inibiscono la capacità di crescere sono numerosi e interconnessi tra loro. Un ruolo importante è rivestito presumibilmente dalla natura familiare della proprietà e, in particolare, dalla scarsa volontà o capacità di avvalersi di amministratori esterni alla cerchia familiare dei proprietari<sup>9</sup>. Il contesto istituzionale (elevati oneri burocratici, complessità della

---

<sup>7</sup> Pagano e Schivardi (2003). L'interazione tra innovazione tecnologica, dimensione d'impresa, vincoli organizzativi e capitale umano è discussa più ampiamente in Signorini e Omiccioli (2005), pp. 20-25

<sup>8</sup> Cfr. Manaresi (2015); Lotti, Schiantarelli e Vivarelli (2009).

<sup>9</sup> Secondo i dati del campione EFIGE le imprese controllate da famiglie sono in Italia solo di poco più numerose che in altri paesi. La peculiarità italiana risiede nel fatto che molto più spesso il management è interamente espressione della famiglia proprietaria (due terzi delle imprese familiari, contro un terzo in Spagna, circa un quarto in Francia e in Germania e soltanto il 10 per cento nel Regno Unito). Diverse analisi evidenziano come questo assetto manageriale si ripercuota negativamente sui risultati aziendali e sulla capacità di innovazione; cfr., ad esempio, Bloom e Van Reenen (2007).

regolamentazione e delle procedure amministrative, inefficienze del sistema giudiziario)<sup>10</sup> può disincentivare per diverse vie l'aumento delle dimensioni di impresa.

Tra questi fattori la finanza ha sicuramente un ruolo importante, anche se la comprensione precisa dei nessi di causalità è a oggi tutt'altro che completa<sup>11</sup>. Senza pretendere di esaurire tutti i molteplici aspetti di questo nesso, il tema su cui questa conversazione si concentrerà è che per le piccole e medie imprese italiane il legame tra finanza e crescita non sembra essere (principalmente) di natura quantitativa, ma qualitativa. Non è l'ammontare assoluto di risorse disponibili, ma la loro composizione a segnare la differenza.

La prima grande differenza tra la composizione del passivo delle imprese italiane e quella degli altri principali paesi europei riguarda il peso relativo di debito e capitale di rischio. A parità di settore produttivo, età dell'impresa e altre caratteristiche, le piccole e medie imprese italiane hanno livelli di indebitamento notevolmente più elevati<sup>12</sup>. La seconda differenza riguarda la scarsa diversificazione del debito che, anche tra le imprese di medie dimensioni, è largamente concentrato presso gli intermediari bancari. Tra i prestiti bancari, infine, è elevato il peso delle aperture di credito in conto corrente, una forma tecnica molto diffusa soprattutto tra le piccole aziende. In modo diverso, queste tre caratteristiche della struttura finanziaria possono pesare sulle capacità di crescita delle imprese.

Una struttura del passivo sbilanciata verso il debito frena la crescita delle imprese poiché ne riduce la capacità di finanziare progetti dall'esito incerto o con tempi di rientro lunghi, come quelli mirati a innovare o a internazionalizzarsi. Il capitale di rischio, infatti, non richiede il pagamento di un ammontare prestabilito di interessi o il rimborso del capitale, non implica l'utilizzo di attività da cedere in garanzia ai finanziatori esterni e non genera problemi di *moral hazard* legati a conflitti di interesse tra azionisti e creditori. Queste indicazioni astratte della teoria economica trovano conferma in un numero elevato di studi empirici relativi a più paesi<sup>13</sup>. Stime recenti condotte su dati italiani mostrano che, a parità di altre condizioni, per un'impresa che effettua un aumento di capitale la probabilità di avviare un progetto innovativo aumenta di oltre un terzo<sup>14</sup>.

La scarsa incidenza delle forme di finanziamento più adatte all'investimento e all'innovazione limita la capacità del sistema finanziario di accompagnare le imprese in un

---

<sup>10</sup> Giacomelli e Menon (2013).

<sup>11</sup> Levine (2005).

<sup>12</sup> Si stima che la differenza nel leverage diminuisca da 15 punti percentuali per le microimprese a soli 2 punti per le società con oltre 300 milioni di attivo; cfr. De Socio e Finaldi Russo (2014).

<sup>13</sup> Cfr. Aghion et al. (2004), Carpenter e Petersen (2002), Brown e Petersen (2009).

<sup>14</sup> Cfr. Magri (2013).

percorso di crescita. Infine, la scarsa diversificazione delle fonti di debito e il forte ricorso ai prestiti bancari a breve scadenza o facilmente revocabili accrescono la vulnerabilità delle imprese in caso di shock negativi. Questo legame è emerso con chiarezza durante la crisi. Le difficoltà delle imprese durante le fasi recessive si sono rapidamente trasmesse alle banche finanziatrici che hanno visto crescere sofferenze e prestiti deteriorati nei propri bilanci<sup>15</sup>. Le banche, a loro volta, hanno irrigidito i criteri di offerta del credito, generando un circolo vizioso a volte difficile da spezzare<sup>16</sup>.

#### **4. Verso un nuovo equilibrio**

Vedo due modi principali per incidere sul modello di finanziamento delle PMI: misure dirette a cambiare gli incentivi delle imprese e interventi sulla struttura del sistema finanziario. Alcune iniziative sono già state intraprese.

##### *4.1. Gli incentivi delle imprese*

La moderna teoria della struttura finanziaria delle imprese (*corporate finance*) si è sviluppata, si può dire, attraverso la progressiva rimozione delle ipotesi sottostanti il teorema di Modigliani e Miller pubblicato nel 1958, in base al quale il valore dell'azienda è indipendente dalla composizione delle sue passività, ovvero dal suo grado di indebitamento. L'introduzione delle imposte nel modello è stato il primo e verosimilmente il più esplorato di questi sviluppi<sup>17</sup>. Nel corso del tempo numerosi studi hanno corroborato empiricamente l'ipotesi che la tassazione sia tra le principali determinanti delle scelte di finanziamento<sup>18</sup>.

In Italia, dato il peso elevato dell'imposizione fiscale, la deducibilità delle spese per interessi ha sempre incentivato gli imprenditori a ricorrere al debito piuttosto che al capitale di rischio. Le maggiori aliquote fiscali contribuiscono a spiegare una parte non trascurabile – circa un quarto – dello sfavorevole divario di leverage rispetto agli altri paesi europei<sup>19</sup>.

La neutralità fiscale rispetto alle scelte di finanziamento è stato un obiettivo perseguito in modo intermittente dal legislatore italiano negli ultimi due decenni. Dopo i tentativi di metà

---

<sup>15</sup> Bonaccorsi di Patti et al. (2015) hanno trovato che la quota di imprese classificate in sofferenza tra il 2009 e il 2012 era di oltre tre volte più alta tra le imprese che nel biennio precedente appartenevano al quartile di leverage più elevato rispetto a quelle del quartile di leverage più basso.

<sup>16</sup> Angelini, Grande e Panetta (2014).

<sup>17</sup> A partire dagli stessi Modigliani e Miller nel 1963.

<sup>18</sup> Cfr. Graham (2003) per una rassegna di questi studi.

<sup>19</sup> De Socio e Nigro (2012).

anni novanta con il regime della *Dual Income Tax*<sup>20</sup>, nel 2008 sono stati adottati limiti alla deducibilità degli interessi passivi nelle società di capitale, che non possono superare il 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica. Dal 2011, inoltre, sono stati introdotti sgravi fiscali legati agli incrementi patrimoniali, secondo lo schema mutuato dall'esperienza anglosassone dell'*allowance for corporate equity* (Aiuto alla crescita economica - ACE).

La perfetta sostituibilità tra le fonti di finanziamento del teorema di Modigliani e Miller è stata messa in discussione, sin dagli anni settanta, anche dal ricco filone di studi sulle asimmetrie informative esistenti tra l'impresa e i finanziatori esterni<sup>21</sup>. Ne è scaturita l'idea di una gerarchia tra le fonti di finanziamento (*pecking order theory*) che può anch'essa offrire una chiave di lettura del caso italiano: la difficoltà di trovare efficaci meccanismi per tutelare gli investitori esterni e la volontà degli imprenditori di mantenere il controllo dell'azienda nel ristretto ambito della famiglia concorrerebbero a determinare una preferenza sistematica per il ricorso al debito anziché al capitale di rischio<sup>22</sup>.

Recentemente in Italia si è cercato di stimolare la raccolta di capitale di rischio sul mercato attraverso, tra l'altro, un rafforzamento dell'ACE per le imprese di nuova quotazione.

Si tratta di misure che puntano a modificare comportamenti finanziari radicati; i loro effetti sono pertanto incerti nei tempi e nell'entità. Una valutazione dell'efficacia di queste politiche attraverso metodologie quantitative rigorose è importante. È un compito al quale la comunità degli economisti non credo possa sottrarsi e potrà contribuire a orientare le scelte di policy del futuro. Mi pare che l'obiettivo non dovrebbe essere tanto quello di spingere le imprese verso una struttura finanziaria ritenuta ottimale, quanto rimuovere quegli ostacoli e quelle distorsioni che per natura ne possono determinare una subottimale.

#### 4.2. Interventi sulla struttura del sistema finanziario

L'altra grande direttrice del cambiamento del modello di finanziamento delle PMI riguarda lo sviluppo della finanza non bancaria, ovvero nuovi mercati e nuovi finanziatori.

---

<sup>20</sup> In vigore dal 1997 al 2002, la DIT prevedeva l'assoggettamento a un'aliquota ridotta della quota di reddito ricollegabile ai nuovi apporti di capitale dei soci e agli utili d'impresa non distribuiti.

<sup>21</sup> Akerlof (1970), Stiglitz e Weiss (1974).

<sup>22</sup> Tenere conto di questi aspetti nelle analisi sulla struttura finanziaria delle imprese non è agevole in quanto le informazioni sulla ricchezza personale dell'imprenditore e sugli assetti proprietari non sono facilmente reperibili. Basandosi sui dati dell'Indagine sulle imprese industriali e dei servizi condotta dalla Banca d'Italia, Finaldi Russo, Olivieri e Pastorelli (2010) evidenziano una correlazione positiva tra la natura familiare della proprietà e il leverage.

L'analisi economica spiega il limitato utilizzo degli strumenti di mercato da parte delle imprese di minore dimensione principalmente con la presenza di elevati costi fissi di emissione e con le difficoltà dei potenziali investitori nel valutare imprese in media poco trasparenti<sup>23</sup>. La risposta tradizionale a questi problemi è stata la riduzione dei costi di entrata: vanno in questa direzione le numerose esperienze nazionali ed estere, di mercati dedicati a PMI e a imprese innovative che prevedono procedure di accesso semplificate.

In alcuni paesi, lo sviluppo di un mercato dei collocamenti privati (*private placement*) ha consentito di ridurre notevolmente i costi di emissione. È quanto accade negli Stati Uniti dove i *private placement* hanno raggiunto volumi ragguardevoli (50 miliardi di dollari nel 2014)<sup>24</sup>; in Europa il mercato dei *private placement* si è avviato solo di recente, ma il suo sviluppo è frenato dalla frammentazione delle normative e delle prassi di mercato dei singoli paesi<sup>25</sup>.

Su questa linea in Italia sono stati recentemente avviati dalla Borsa Italiana i segmenti AIM (*Alternative Investment Market*) e ExtraMOT PRO, dedicati rispettivamente alle emissioni di azioni e obbligazioni (i cosiddetti minibond). Qualche segnale di interesse da parte di imprese e investitori c'è stato: dal 2012 ad oggi si sono quotate sull'AIM [33] società e gli emittenti di minibond sono stati 94. Il contenuto importo medio delle emissioni, attorno ai 30 milioni nel 2015, testimonia la partecipazione al mercato da parte delle PMI.

Il rafforzamento dell'offerta di fondi non bancari è stato perseguito anche con l'introduzione di incentivi fiscali per gli investitori<sup>26</sup> e, più di recente, con l'abbattimento di alcune barriere regolamentari che consente il coinvolgimento di nuovi attori nel finanziamento del sistema produttivo. È stata in particolare estesa alle società assicurative, ai credit fund e alle società di cartolarizzazione la facoltà di erogare prestiti direttamente alle imprese. L'offerta di fondi attraverso questi nuovi canali è al momento limitata; è probabile che l'attività di valutazione e gestione della rischiosità dei prenditori richieda economie di scala e competenze che gli investitori istituzionali italiani ancora non possiedono. Anche nelle economie dotate di mercati finanziari più sviluppati, d'altronde, gli investitori istituzionali si avvalgono frequentemente dei servizi offerti da intermediari specializzati nel finanziamento delle imprese, come banche, fondi di private equity o private debt<sup>27</sup>.

---

<sup>23</sup> Con riferimento al mercato azionario, cfr. Pagano, Panetta e Zingales (1998); per la decisione di emettere obbligazioni, cfr. Hale e Santos (2008) e Accornero, Finaldi Russo, Guazzarotti e Nigro (2015).

<sup>24</sup> Carey et al. (1993).

<sup>25</sup> Denis e Mihov (2003), Branzoli e Guazzarotti (2015).

<sup>26</sup> Gli incentivi fiscali hanno riguardato i sottoscrittori di minibond, i venture capitalist e i business angel.

<sup>27</sup> Rossi (2014).

Una spinta indiretta alla diversificazione delle fonti di finanziamento viene anche dall'innalzamento dei requisiti di capitale delle banche per effetto della revisione degli standard prudenziali internazionali dopo la crisi. La riduzione della leva bancaria può andare di pari passo con lo sviluppo di canali di finanziamento basati sull'accesso diretto al mercato o anche sul ruolo di istituzioni finanziarie diverse dalle banche, ovviamente da ricondurre pienamente, dove ciò non avviene, all'interno del sistema prudenziale.

Una spinta verso una maggiore diversificazione è dunque nelle cose. Indipendentemente dagli effetti delle singole azioni, va tuttavia ricordato che la grande maggioranza delle piccole imprese, soprattutto quelle attive nei settori tradizionali, continuerà nel futuro prevedibile a finanziarsi soprattutto presso le banche. Sono le imprese con un più alto potenziale di sviluppo e di innovazione che possono beneficiare in maggior misura di un sistema finanziario articolato, in grado di offrire fondi attraverso una pluralità di strumenti, di assumere e distribuire i rischi in modo efficiente, di attrarre investitori e competenze necessari al motore della crescita. Le banche più accorte sapranno assistere e accompagnare le imprese più promettenti verso una maggiore diversificazione e specializzazione delle fonti di finanziamento, adattando e consolidando il proprio ruolo.

#### *4.3. Prospettive in chiave europea*

In un mercato finanziario che tende a una crescente integrazione con quello degli altri paesi europei, le politiche nazionali devono necessariamente coordinarsi con progetti comunitari. Il principale tra questi è la creazione di una Capital Markets Union. Le opportunità offerte da questo progetto possono riguardare anche imprese di dimensioni non grandi, purché siano disposte a sfruttarle, anche acquisendo assetti organizzativi più efficienti e trasparenti.

La Commissione europea ha adottato un piano d'azione che individua in dettaglio un certo numero di interventi da attuare entro il 2019. Le priorità riguardano temi quali le regole sulle informazioni che le imprese devono rendere pubbliche se vogliono accedere ai mercati, la semplificazione e l'armonizzazione delle informazioni contabili e creditizie per le PMI, lo sviluppo dei mercati, il venture capital e il *private placement*. La Commissione intende inoltre porre mano agli aspetti della regolamentazione prudenziale, in materia sia bancaria sia assicurativa, che scoraggiano il finanziamento di imprese e di progetti infrastrutturali.

In alternativa all'accesso diretto delle imprese al mercato dei capitali, la Commissione propone di favorire lo sviluppo di un mercato delle cartolarizzazioni dei prestiti alle imprese<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Bank of England e BCE (2014).

Questo consentirebbe a investitori istituzionali di partecipare al finanziamento del settore privato lasciando alle banche la funzione di allocazione del credito. Le linee di intervento comunitario riguardano l'elaborazione di criteri di trasparenza e semplicità, il trattamento prudenziale agevolato per gli investitori, la previsione di una garanzia pubblica, il miglioramento delle informazioni sui prestiti alle singole imprese.

Il pieno sviluppo del mercato unico dei capitali richiederà a mio avviso, in prospettiva, interventi sulla normativa commerciale, fiscale e fallimentare che, senza mirare necessariamente a una piena armonizzazione, rendano gli ordinamenti degli Stati membri più simili e compatibili fra loro, abbattendo significativamente il costo di operare nell'intero mercato europeo, senza barriere legate ai confini nazionali.

## **5. Conclusioni**

Negli ultimi anni sono emersi segnali di un cambiamento nella direzione di una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese. Vi hanno contribuito alcuni dei fattori e degli interventi che ho appena descritto.

La leva finanziaria delle imprese italiane, pur rimanendo elevata nel confronto internazionale, si è ridotta: dal 2011 al 2014 il rapporto tra i debiti finanziari e il complesso delle passività è sceso di circa 6 punti percentuali. Resta tuttavia ancora molta strada da percorrere: sulla base dei bilanci del 2013, gli ultimi disponibili, abbiamo stimato che per allineare la leva finanziaria delle società italiane a quella delle imprese dell'area dell'euro, a parità di risorse complessive, sarebbe necessario sostituire con patrimonio un ammontare di debiti finanziari superiore a 200 miliardi<sup>29</sup>.

Il numero di imprese di nuova quotazione, seppure molto limitato, è in crescita. Dal gennaio 2013 si sono quotate sul mercato azionario 50 imprese, più del doppio rispetto al triennio precedente; nella quasi totalità dei casi si è trattato di nuovi ingressi sul mercato AIM caratterizzato da costi di quotazione ridotti.

Il collocamento di obbligazioni durante la crisi ha conosciuto un forte sviluppo, compensando in parte il calo del credito bancario. Per le PMI, come si è visto, qualche segnale di vitalità è emerso nel segmento dei minibond.

Non è facile valutare in che misura questi fatti rappresentino l'inizio di una trasformazione strutturale e in che misura siano cambiamenti di breve periodo sollecitati soprattutto dai vincoli

---

<sup>29</sup> De Socio e Finaldi Russo (2014).

nell'accesso al credito. Nel corso del 2015, in corrispondenza con un chiaro miglioramento delle condizioni di offerta dei prestiti bancari, sono già emersi segnali di rallentamento del ricorso al mercato obbligazionario. Anche in passato ci sono state fasi di forte espansione del ricorso al mercato da parte delle imprese che si sono rivelate effimere. Va evitato che, con il mutare delle condizioni esterne, il rafforzamento della struttura finanziaria si interrompa.

La teoria economica ci insegna che un sistema finanziario diversificato e un'equilibrata composizione delle fonti di finanziamento delle imprese possono contribuire in modo efficace alla crescita dell'economia. Le politiche pubbliche, nazionali e comunitarie, possono svolgere un ruolo fondamentale di stimolo al cambiamento, se intervengono efficacemente sulle distorsioni della regolamentazione e forniscono i corretti incentivi agli operatori del settore privato.

## Riferimenti bibliografici

- Accetturo, A., A. Bassanetti, M. Bugamelli, I. Faiella, P. Finaldi Russo, D. Franco, S. Giacomelli e M. Omiccioli, 2013, *Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi*, Questioni di economia e finanza, Banca d'Italia, n. 193, luglio.
- Accornero M., P. Finaldi Russo, G. Guazzarotti e V. Nigro, 2015, *First-time corporate bond issuers in Italy*, Questioni di economia e finanza, Banca d'Italia, n. 269, aprile.
- Aghion, P., S. Bond, A. Klemm e I. Marinescu, 2004, *Technology and Financial Structure: Are Innovative Firms Different?*, Journal of the European Economic Association, vol. 2, n. 2-3, pp. 277-88.
- Akerlof, G.A., 1970, *The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics, 84, pp. 488-500.
- Angelini P., G. Grande e F. Panetta, 2014, *The negative feedback loop between banks and sovereigns*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, n. 213, gennaio.
- Bank of England e European Central Bank, 2014, *The case for a better functioning securitization market in the European Union*, Discussion paper, maggio.
- Becattini G., 1979, *Dal "settore" industriale al "distretto" industriale. Alcune considerazioni sull'unità d'indagine dell'economia industriale*, Rivista di economia e politica industriale, v. 1, pp. 7-21.
- Berta G., 2013. *L'Italia delle fabbriche. La parabola dell'industrialismo nel Novecento*, Bologna, Il Mulino.
- Bloom N. e J. Van Reenen, 2007. *Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries*, The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 122(4), pp. 1351-1408, novembre.
- Bonaccorsi di Patti E., A. D'Ignazio, M. Gallo e G. Micucci, 2014, *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, Questioni di economia e finanza, Banca d'Italia, n. 244.
- Branzoli N. e G. Guazzarotti, 2015, *Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese*, Questioni di economia e finanza, Banca d'Italia, n. 262.
- Brandolini A. e M. Bugamelli, 2009, *Rapporto sulle tendenze del sistema produttivo italiano*, Questioni di economia e finanza, Banca d'Italia, n. 45.
- Brown, J. R., e B. C. Petersen, 2009, *Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? Rising R&D and equity market developments*, Journal of Banking & Finance, 33(5), pp. 971-984.
- Brusco S., 1975, *Economie di scala e livello tecnologico nelle piccole imprese*, Crisi e ristrutturazione nell'economia italiana, Torino, Einaudi, pp. 530-559.
- Brusco S. e S. Paba, 1997, *Per una storia dei distretti industriali italiani dal secondo dopoguerra agli anni novanta*, in Barca F. (a cura di), *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli.
- Bugamelli M., L. Cannari, F. Lotti e S. Magri, 2012, *Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi*, Questioni di economia e finanza, Banca d'Italia, n. 121.
- Carey M., S. Prowse, J. Rea e G. Udell, 1993, *The economics of the private placement market*, The Federal Reserve Board of Governors Staff Studies, 166.
- Carpenter R. e B. Petersen, 2002, *Capital Market Imperfections, High-Tech Investments and New Equity Financing*, The Economic Journal, vol. 112, n. 1, pp. 54-72.

- Crafts, N. e Magnani, M., 2013, *L'Età dell'Oro e la seconda globalizzazione* in Toniolo, G. (a cura di), *L'Italia e l'economia mondiale. Dall'Unità a oggi*, Venezia, Marsilio Editori, pp. 118-119.
- Denis D.J. e V.T. Mihov, 2003, *The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings*, *Journal of Financial Economics*, 70, pp. 3-28.
- De Socio A. e P. Finaldi Russo, 2014, *The debt of Italian non financial firms in the international comparison*, mimeo.
- De Socio A. e V. Nigro, 2012, *Does corporate taxation affect cross-country firm leverage?*, Temi di discussione, Banca d'Italia, n. 889.
- Finaldi Russo P., E. Olivieri e S. Pastorelli, 2011, *La struttura finanziaria delle imprese nel Nord Est*, in *L'economia del Nord Est*, Seminari e convegni, n. 8, Banca d'Italia.
- Giacomelli S. e C. Menon, 2013, *Firm size and judicial efficiency: evidence from the neighbour's Court*, Temi di discussione, Banca d'Italia, n. 898.
- Graham J. R., 2003, *Taxes and Corporate Finance: a review*, *Review of Financial Studies*, n. 16, pp. 1075-1129.
- Hale, G. e J. Santos, 2008, *The decision to first enter the public bond market: The role of firm reputation, funding choices and bank relationships*, *Journal of Banking and Finance*, n. 32.
- Levine R., 2005, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, *Handbook of Economic Growth*, 1.
- Lotti, F., E. Schiantarelli e M. Vivarelli, 2009, *Defending Gibrat's Law as a long-run regularity*, *Small Business Economic Journal*, 32, pp. 31-44.
- Magri S., 2013, *Does Issuing Equity Help R&D Activity? Evidence from Unlisted Italian High-Tech Manufacturing Firms*, mimeo.
- Manaresi, F., 2015, *Net employment growth by firm size and age in Italy*, mimeo.
- Miller M. H. e F. Modigliani, 1958, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *The American Economic Review*, vol. 48, n. 3, pp. 261-297.
- Miller M. H. e F. Modigliani, 1963, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, *The American Economic Review*, vol. 53, n. 3, pp. 433-443.
- Pagano P. e F. Schivardi, 2003, *Firm Size Distribution and Growth*, *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 105, pp. 255-274.
- Pagano, M., Panetta, F., e Zingales, L., 1998, *Why Do Companies Go Public?*, *Journal of Finance*, 53(1), pp. 27-64.
- Rossi, S., 2014, *Banche e Assicurazioni: un percorso comune per lo sviluppo*, intervento alla XLVI Giornata del Credito, Roma, 1 ottobre 2014.
- Signorini L. F., 2000, *Lo sviluppo locale. Un'indagine della Banca d'Italia sui distretti industriali*, Roma, Donzelli.
- Signorini, L. F., e M. Omiccioli, 2005, *Economie locali e competizione globale: il localismo industriale italiano di fronte a nuove sfide*, Bologna, Il mulino.
- Stiglitz, J.E., 1974, *On the irrelevance of corporate financial policy*, *American Economic Review*, 64, pp. 851-866.
- Udell G., 2015, *Issues in SME Access to Finance*, *European Economy: banks, regulation and the real sector*, n. 2, Ottobre.