

Baffi Carefin Bocconi – Equita

Sesta conferenza su:

“The Italian Corporate Bond Market: What’s Happening to the Capital Structure of Italian Non-Financial Companies?”

La finanza d’impresa in Italia: recente evoluzione e prospettive

Milano, 13 febbraio 2019

Intervento del Governatore della Banca d’Italia

Ignazio Visco

Un’economia si mantiene su un sentiero di crescita stabile se le imprese sono in grado di investire per fare evolvere rapidamente i propri modelli di attività in funzione dei cambiamenti nella domanda, nella tecnologia, nella disponibilità di risorse. Nell’esperienza degli ultimi decenni dell’economia italiana tale capacità è stata, nel complesso, limitata. Le difficoltà di crescita sono state esacerbate dalla doppia recessione che ha fatto seguito alla crisi finanziaria globale. Tra il 2007 e il 2013 gli investimenti hanno subito un calo del 30 per cento; sono ancora largamente inferiori al livello pre-crisi. Il crollo degli investimenti privati, al quale si è accompagnato quello non meno grave degli investimenti in infrastrutture e altre opere pubbliche, ha reso manifesta la difficoltà del nostro sistema produttivo di rispondere alle sfide poste dalla globalizzazione, dalla straordinaria affermazione di nuove tecnologie, dagli andamenti demografici.

In ultima istanza, il motore dello sviluppo di una economia è dato dalla propensione delle imprese a crescere e a innovare. A tal fine è fondamentale assicurare che le imprese operino in un contesto macroeconomico favorevole in termini di livello della pressione fiscale, funzionamento del mercato del lavoro, disponibilità di infrastrutture ed efficienza della pubblica amministrazione. Un fattore essenziale per gli investimenti è la disponibilità di risorse finanziarie per le imprese, adeguate in quantità e qualità.

Il sistema finanziario risponde a tale esigenza in svariati modi: fornisce sostegno ai loro piani di espansione; rende possibile l’adozione di progetti innovativi; seleziona le iniziative imprenditoriali più meritevoli; agevola le ristrutturazioni societarie e il trasferimento dei diritti di proprietà; fraziona i rischi d’impresa in

modo che possano essere sostenibili per gli investitori. Svolge un ruolo cruciale, in particolare, per l'insediamento e lo sviluppo di imprese innovative, maggiormente in grado di collocare l'economia su un sentiero di crescita equilibrata e sostenuta.

In Italia le forme di finanziamento rispecchiano da vicino la struttura del sistema produttivo. Alla prevalenza di piccole e medie imprese corrisponde quella dell'intermediazione bancaria, mentre è storicamente limitato il ricorso al mercato dei capitali, come è anche ampiamente documentato nello studio dei professori Caselli e Gatti. Non è questa una configurazione efficiente.

Un sistema finanziario diversificato

L'eccessiva dipendenza delle imprese dalle banche e il ruolo preponderante del debito rispetto al capitale di rischio sono problemi di lunga durata dell'economia italiana. Già nel 1922, in un articolo sulla crisi della Banca Italiana di Sconto pubblicato nell'*Economic Journal*, Piero Sraffa osservava che in Italia il finanziamento da parte delle banche “rappresenta per l'industria una necessità assoluta” e che “a causa della scarsità di capitale nel paese, della generale riluttanza a investire in beni mobili [...] le industrie non possono altrimenti ottenere il capitale di cui hanno bisogno”. Ma lo stretto legame tra banche e imprese e la debolezza patrimoniale di queste ultime ha rappresentato in più fasi un fattore di grande fragilità del sistema finanziario.

Dopo le difficoltà finanziarie che avevano colpito negli anni Settanta le imprese italiane, Carlo Azeglio Ciampi ricordava nelle Considerazioni finali sul 1984 che “la riluttanza a cercare risorse sul mercato del capitale azionario, dettata dal timore di perdere il controllo proprietario, è stata all'origine di crisi di aziende ancora dotate di buone capacità di produzione e di vendita, ma indebolite nella struttura finanziaria”. Vi sono ancora oggi buone ragioni, sia strutturali sia cicliche, che inducono a preferire un sistema finanziario diversificato, in cui al finanziamento delle imprese contribuiscano in misura rilevante non solo le banche ma anche i mercati e altre tipologie di intermediari.

Per fornire liquidità all'economia le banche commerciali operano con un elevato grado di leva e i loro bilanci si caratterizzano per una durata del passivo più breve di quella dell'attivo. La capacità di assorbire rischi è quindi limitata, e con essa la possibilità di finanziare gli investimenti più innovativi, quelli a più lungo termine o di grandi dimensioni e quelli in beni intangibili, investimenti per i quali è più difficile fare riferimento ad attività che possano fungere da collaterale. I mercati finanziari e gli altri intermediari specializzati consentono invece di frazionare le

grandi esposizioni tra un numero elevato di investitori, facilitando l'offerta di capitale di rischio e favorendo, per questa via, il rafforzamento patrimoniale delle imprese.

Un sistema finanziario diversificato consente all'economia di contenere gli effetti di shock avversi. Nei paesi dove la finanza di mercato è più sviluppata la riduzione del credito innescata dalla crisi finanziaria globale è stata più facilmente compensata dal maggior ricorso delle imprese al mercato obbligazionario e a intermediari non bancari e gli effetti negativi sull'economia sono stati superati più rapidamente. In Italia la sostituzione tra credito bancario e altre forme di finanziamento è stata nel complesso contenuta e ha riguardato, almeno inizialmente, un numero limitato di imprese, tipicamente i pochi grandi gruppi industriali già presenti sul mercato.

In prospettiva, il credito bancario, pur rimanendo una fonte di finanziamento essenziale, non potrà da solo sostenere la crescita degli investimenti, soprattutto quelli necessari per innovare e competere sui mercati internazionali. Diverrà ancora più rilevante lo sviluppo dei segmenti di finanza non bancaria in grado di fornire risorse nelle forme più adatte ai diversi stadi di sviluppo delle imprese, dai *business angels* alle operazioni di ristrutturazione, dal venture capital all'accesso ai mercati azionari e obbligazionari. È necessaria una più ampia diffusione, rispetto a quella attualmente assai limitata, dell'attività di banca d'investimento, ovvero delle funzioni di selezione delle imprese in grado di ricorrere a strumenti di mercato e di collocamento e sottoscrizione di titoli. Si tratta di una sfida condivisa con il resto dell'Europa continentale ma più acuta nel nostro paese, date anche le peculiarità della struttura produttiva e del sistema finanziario.

La recente evoluzione della struttura finanziaria delle imprese italiane

Alla metà dello scorso decennio la struttura finanziaria delle imprese italiane era caratterizzata da elevati livelli di debito in rapporto sia al capitale sia ai margini reddituali. Nel 2007 la leva finanziaria – definita come rapporto tra i debiti finanziari e la loro somma con il patrimonio netto – era pari al 39 per cento, un valore superiore di due punti percentuali a quello medio dell'area dell'euro e di oltre dieci rispetto agli Stati Uniti. L'incidenza dei prestiti bancari sul totale dei debiti finanziari raggiungeva i due terzi in Italia mentre era pari a circa il 50 per cento nell'area dell'euro e inferiore al 40 nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

Il ricorso alla finanza di mercato era per contro molto limitato: la quota delle obbligazioni rappresentava meno del 6 per cento dei debiti finanziari, due punti

percentuali in meno dell'area dell'euro, a fronte di valori superiori al 15 e al 30 per cento nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Negli anni immediatamente successivi alla crisi finanziaria globale la leva finanziaria delle imprese è aumentata di oltre 10 punti percentuali, al 50 per cento, soprattutto per l'ulteriore crescita del credito bancario e per la forte riduzione del valore di mercato del capitale di rischio.

In seguito alla crisi del debito sovrano si è avviato un processo di aggiustamento della struttura finanziaria. Tra il 2011 e il 2017 la leva finanziaria è diminuita complessivamente di dieci punti percentuali, tornando sui livelli precedenti la crisi. Alla contrazione ha contribuito per metà l'uscita dal mercato delle aziende finanziariamente più fragili, per un terzo l'aumento del capitale di rischio e per la parte residua la riduzione del debito delle imprese che sono rimaste in attività. Il ritorno a condizioni finanziarie più equilibrate è quindi il risultato, da un lato, della durissima selezione conseguente alla crisi, dall'altro, negli ultimi anni, dell'aumento della redditività favorito dalla ripresa economica, che ha consentito, soprattutto alle imprese più grandi, di rafforzare il patrimonio.

Segnali di cambiamento sono emersi anche sui mercati azionari e obbligazionari, come evidenziato dalla ricerca presentata in questa conferenza. Tra il 2013 e il 2017 è aumentato il numero delle società che hanno fatto il loro ingresso in borsa: si sono quotate 100 società non finanziarie (contro 33 nei 5 anni precedenti); di queste, 76 sono state ammesse al segmento di mercato dedicato alle aziende di minori dimensioni e caratterizzato da procedure di ammissione semplificate (Alternative Investment Market).

Nello stesso periodo le emissioni obbligazionarie lorde delle imprese italiane sono state pari a 174 miliardi, superiori di quasi il 40 per cento rispetto al quinquennio precedente. Dal 2012, anno di introduzione dei "minibond", oltre 160 società non quotate hanno collocato obbligazioni per la prima volta. La dimensione degli emittenti è notevolmente diminuita; l'importo medio dei collocamenti di minibond si è progressivamente ridotto e, nell'ultimo quinquennio, è stato inferiore di oltre la metà a quello delle altre obbligazioni.

Nonostante i progressi, le differenze nel contesto internazionale sono ancora ampie. Le imprese italiane continuano a caratterizzarsi per una elevata dipendenza dal credito bancario. Pur essendo diminuita di oltre 7 punti percentuali dalla fine del 2011, l'incidenza dei finanziamenti bancari sul totale dei debiti finanziari sfiora oggi il 60 per cento, il valore più elevato tra i principali paesi dell'area e ancora superiore di oltre 25 e 30 punti a quelli di Stati Uniti e Regno Unito. La quota delle obbligazioni, pur salita al 13 per cento (un valore in linea con la media dell'area

dell'euro), è ancora inferiore di circa 10 punti rispetto a quella del Regno Unito e di oltre 25 a quella degli Stati Uniti. Anche il grado di sviluppo dei mercati azionari resta insufficiente: alla fine del 2017 la capitalizzazione delle società non finanziarie quotate era pari al 25 per cento del PIL, a fronte del 60 in Germania, di oltre il 70 in Francia e nel Regno Unito e di circa il 125 negli Stati Uniti.

Oltre che ai prestiti bancari e alle emissioni di obbligazioni e azioni sui mercati finanziari, le imprese possono ricorrere anche a collocamenti privati di debito o di capitale di rischio presso fondi di investimento e altri investitori istituzionali. Nel 2017 gli operatori di *private equity* hanno raccolto quasi 400 miliardi di dollari a livello mondiale, quelli di *private debt* oltre 100. Quest'ultimo comparto comprende anche i fondi raccolti per operazioni di *leveraged loans*, il cui forte sviluppo negli ultimi anni desta preoccupazione in relazione ai rischi per la stabilità finanziaria.

Negli ultimi anni l'attività degli operatori non bancari si è intensificata anche in Italia, pur se a un ritmo più contenuto che negli altri maggiori paesi europei. Nel quadriennio 2014-17 gli investimenti annui effettuati da operatori di *private equity* hanno in media superato i 5 miliardi di euro, quelli di *private debt* hanno sfiorato i 400 milioni.

Le politiche per lo sviluppo della finanza di mercato

Alla recente espansione della finanza di mercato in Italia hanno contribuito i provvedimenti legislativi adottati a partire dal 2011. La normativa sull'Aiuto alla crescita economica (ACE) ha ridotto lo svantaggio fiscale del capitale di rischio rispetto al debito, al fine di perseguire una maggiore neutralità dell'imposizione rispetto alla scelta delle fonti di finanziamento. Ne è conseguito un forte incentivo al rafforzamento del patrimonio delle imprese e un calo del prelievo fiscale a loro carico.

Nel 2016 circa il 30 per cento delle imprese non finanziarie si è avvalso di questo incentivo; per il settore nel suo complesso ciò ha consentito di ridurre l'aliquota fiscale media di oltre due punti percentuali. Gli effetti sembrano essere stati più rilevanti per le imprese di minori dimensioni. Considerando tutte le società di capitale che si sono avvalse delle agevolazioni introdotte dall'ACE, poco meno del 10 per cento della riduzione dell'imponibile è riconducibile alle banche, che ne hanno beneficiato in una fase contraddistinta dall'innalzamento dei coefficienti patrimoniali richiesto dalla Vigilanza e dagli investitori.

Misure a favore del capitale di rischio simili a quelle adottate in Italia costituiscono parte integrante della proposta di direttiva comunitaria sulla tassazione comune delle imprese. L'abolizione dell'ACE quest'anno, con la legge di bilancio, rischia di andare in direzione contraria. Una valutazione più puntuale potrà essere effettuata soltanto quando sarà operativo il meccanismo alternativo che collega il beneficio fiscale all'autofinanziamento, all'aumento della capacità produttiva e a quello dell'occupazione.

Il ricorso delle imprese a finanziamenti diversi da quelli bancari è stato favorito anche da altri interventi. La rimozione degli svantaggi di natura fiscale sulle emissioni obbligazionarie delle società non quotate ha contribuito alla crescita dei minibond. Un pur modesto incentivo alla quotazione in borsa delle imprese è risultato dai crediti di imposta sui costi direttamente connessi con l'ammissione al listino. A livello regolamentare, l'autorizzazione a erogare credito è stata estesa alle compagnie di assicurazione e ai fondi comuni di investimento. In Italia sono ormai attivi 35 fondi di debito di diritto italiano specializzati nella concessione diretta di prestiti alle imprese, nell'acquisto di crediti già erogati da terzi e nell'investimento in minibond.

Incentivi di natura fiscale alla domanda di titoli di debito o di capitale possono contribuire alla diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese nella misura in cui siano indirizzati verso segmenti del mercato contraddistinti da un effettivo razionamento dell'offerta di risorse. I piani di risparmio a lungo termine (PIR) favoriscono la detenzione di titoli di società italiane da parte di investitori individuali; di recente è stata accresciuta la quota di attivo che deve essere allocata in titoli di piccole e medie imprese. Incentivi simili sono stati introdotti per fondi pensione e casse previdenziali. Altre agevolazioni fiscali hanno contribuito a sostenere gli investimenti in quote di fondi di venture capital e in titoli di imprese innovative, anche nell'ambito di piani organici di misure volte a promuovere l'adozione delle nuove tecnologie. Più recentemente, obblighi di investimento in fondi di venture capital sono stati introdotti per i PIR.

Queste iniziative delle autorità italiane sono coerenti con le finalità perseguite dall'Unione dei mercati dei capitali, il piano d'azione dell'Unione europea volto a favorire la diversificazione delle fonti di finanziamento per le imprese, accrescere le opportunità di investimento per i risparmiatori e giungere a una piena libertà di circolazione dei capitali. A oltre tre anni dal suo avvio alcuni risultati significativi sono stati raggiunti, segnatamente con l'introduzione di fondi europei per il venture capital, la semplificazione dei prospetti informativi e la regolamentazione delle cartolarizzazioni. Sono tuttavia molte le proposte legislative, anche direttamente

attinenti al finanziamento delle imprese, che devono ancora giungere a compimento, tra cui quelle relative agli strumenti di risoluzione precoce delle crisi aziendali e alla rimozione del trattamento preferenziale del debito nella tassazione del reddito d'impresa.

Infine, il conseguimento di ulteriori progressi verso l'Unione dei mercati dei capitali richiede anche interventi su altri aspetti del sistema finanziario, tra cui il consolidamento di prassi di mercato appropriate nei *private placements*, i rischi operativi, più che di arbitraggio regolamentare, connessi con l'affermarsi di nuove imprese "FinTech" e la standardizzazione e disponibilità di dati di bilancio sulle società non quotate. Resta, in prospettiva, l'obiettivo di una maggiore armonizzazione a livello comunitario delle norme societarie, fallimentari e fiscali.

Le prospettive

Le potenzialità di crescita della finanza di mercato in Italia dipendono in larga misura dall'aumento del numero e delle dimensioni delle imprese in grado di accedere a finanziamenti alternativi al credito bancario. Il ricorso diretto ai mercati azionari e obbligazionari costituisce un'opzione realistica per le imprese più grandi e per quelle che hanno una struttura finanziaria solida e sono in grado di aprirsi al vaglio di entità esterne quali gli analisti finanziari, gli azionisti di minoranza e le agenzie di rating. In Italia sono ancora poche le imprese con tali caratteristiche. È indicativo il fatto che a un programma di Borsa Italiana volto a sostenere le aziende nella realizzazione dei loro progetti di crescita e nel miglioramento della loro visibilità presso gli investitori partecipino solo circa 500 imprese italiane.

Per le imprese di media dimensione che non sono ancora pronte ad accedere ai mercati regolamentati i collocamenti privati di titoli di debito o di capitale possono diventare una alternativa praticabile. Essi consentono alle imprese di ridurre i costi di emissione e gli oneri connessi con le informazioni da dare agli investitori; la disponibilità di finanziamenti a medio e lungo termine ne risulta accresciuta.

Il debito non bancario presenta anche rischi, relativi soprattutto alla illiquidità degli attivi e alla possibilità di arbitraggi regolamentari. In Italia, tali rischi sono contenuti; sono previsti infatti specifici presidi prudenziali sia per i prestiti erogati direttamente dalle compagnie di assicurazione sia per i fondi di debito. Per questi ultimi, in particolare, in coerenza con le raccomandazioni delle autorità regolamentari internazionali, vi sono l'obbligo di costituirsi in forma chiusa e limiti all'indebitamento e alla concentrazione del rischio.

Al collocamento privato di titoli sono opportunamente indirizzate le recenti iniziative dell'industria finanziaria europea relative al *private debt* volte a produrre documentazioni standard adattate agli ordinamenti giuridici dei singoli paesi. Va altresì incoraggiato lo sviluppo di intermediari specializzati nel collocamento e nella sottoscrizione di titoli delle imprese, assicurando adeguati presidi per il contenimento dei rischi.

Per le imprese di minori dimensioni le forme di finanziamento diverse dal credito bancario non sono sempre un'alternativa praticabile, poiché i costi di accesso possono essere troppo elevati. Rilevanti barriere all'entrata sono i costi per ottenere un rating, quelli per la diffusione di informazioni standardizzate presso gli investitori, la scarsità di collaterale e i costi di acquisizione delle necessarie competenze legali, fiscali e finanziarie. Per queste imprese la principale forma di risorsa finanziaria esterna resta dunque il credito bancario. Per quelle attualmente ai margini del mercato del credito sono cruciali strumenti pubblici quali, ad esempio, le garanzie rilasciate dall'apposito fondo per le piccole e medie imprese.

Nello stesso tempo, le vulnerabilità emerse nella lunga fase recessiva e le nuove misure regolamentari sul trattamento dei crediti deteriorati possono rendere meno facile anche il ricorso al credito bancario da parte di piccole aziende capaci di competere, crescere e innovare. Nella valutazione del merito di credito le banche potranno servirsi, per quanto possibile, di strumenti resi disponibili dal rapido sviluppo delle tecnologie digitali, uno sviluppo che ha aperto, altresì, il mercato del credito e dei servizi finanziari alla concorrenza di nuovi operatori non bancari. Allo stato attuale in Europa e in Italia questi operatori hanno dimensioni ridotte; in prospettiva, essi potrebbero rafforzare l'offerta di finanziamenti alle imprese, complementari a quelli bancari, e favorire la diffusione di strumenti e prassi di mercato innovativi.

Nel loro complesso, e in conclusione, le iniziative nazionali e comunitarie volte allo sviluppo della finanza di mercato sono numerose. In poco tempo si sono succeduti diversi provvedimenti, con modifiche e sostituzioni; è ora importante valutarne l'efficacia e considerare l'opportunità di una loro razionalizzazione. Occorre in ogni caso assicurare ai risparmiatori e alle imprese una stabilità del quadro normativo e della direzione degli interventi, al fine di contenere l'incertezza e i suoi effetti negativi sulle scelte di investimento e di finanziamento.