



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Il finanziamento degli investimenti a lungo termine:
iniziative in corso e principali linee di intervento

di Giuseppe Grande e Giovanni Guazzarotti

Settembre 2014

Numero

238



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional papers)

Il finanziamento degli investimenti a lungo termine:
iniziative in corso e principali linee di intervento

di Giuseppe Grande e Giovanni Guazzarotti

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

IL FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI A LUNGO TERMINE: INIZIATIVE IN CORSO E PRINCIPALI LINEE DI INTERVENTO

di Giuseppe Grande* e Giovanni Guazzarotti§

Sommario

Il tema del finanziamento degli investimenti a lungo termine è al centro dell'agenda delle autorità di politica economica; è tra le priorità della Presidenza italiana dell'Unione Europea. Il lavoro presenta le principali iniziative internazionali in materia e mette in rilievo le tre direttrici di azione più promettenti: (i) rilancio del credito bancario, anche attraverso una ripresa delle cartolarizzazioni; (ii) promozione della finanza non bancaria, con incentivi al capitale di rischio, sviluppo di intermediari specializzati e maggiori informazioni sulle imprese; (iii) uso efficiente delle risorse pubbliche, attraverso garanzie sui prestiti, incentivi fiscali e strumenti finanziari comunitari.

Classificazione JEL: G23, G24, G28, G32, G38.

Parole chiave: finanziamenti a lungo termine, investimenti, infrastrutture, piccole e medie imprese.

Indice

Introduzione e sintesi	5
1. Il finanziamento degli investimenti in infrastrutture e delle PMI.....	7
Il finanziamento delle infrastrutture.....	8
Il finanziamento delle piccole e medie imprese.....	10
2. Le iniziative in corso.....	11
3. I principali interventi.....	19
I. Rilancio del credito bancario	20
Misure che operano già a breve termine	20
Sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni.....	22
II. Promozione della finanza non bancaria	24
Incentivi alla raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese.....	24
Collocamenti privati di titoli.....	25
European Long-Term Investment Funds (ELTIF).....	26
Miglioramento delle informazioni sulle imprese e sulle opere infrastrutturali	27
III. Utilizzo più efficiente delle risorse pubbliche	28
Garanzie pubbliche e incentivi fiscali.....	28
Finanziamento delle infrastrutture	29
Strumenti finanziari comunitari	29
Riferimenti bibliografici.....	30

* Banca d'Italia, Servizio Congiuntura e politica monetaria.

§ Banca d'Italia, Servizio Stabilità finanziaria.

Introduzione e sintesi¹

La crisi finanziaria ha avviato un processo di ridimensionamento degli attivi delle banche e di ridefinizione dei loro modelli di attività, a cui hanno contribuito anche le riforme della regolamentazione, volte a contenere i rischi sistemici. Nel contempo, in molti paesi si è ridotta la capacità dei governi di sostenere gli investimenti facendo ricorso al bilancio pubblico. Sono così sorte preoccupazioni circa la disponibilità di risorse per il finanziamento dell'accumulazione di capitale, nelle economie avanzate così come in quelle emergenti e in via di sviluppo².

Il tema è al centro dell'agenda delle autorità di politica economica. È uno dei principali filoni di lavoro del G20 e delle istituzioni comunitarie europee. È parte integrante dei programmi di lavoro di tutte le maggiori istituzioni internazionali e degli organismi della cooperazione in materia di regolamentazione e supervisione finanziaria. La Presidenza italiana dell'Unione Europea ha incluso nel programma del semestre le politiche volte a promuovere il finanziamento dell'economia reale.

Questa nota ripercorre le ragioni del dibattito sul finanziamento degli investimenti di lungo periodo, descrive le principali iniziative nazionali e internazionali sul tema e mette in rilievo le direttrici di azione più promettenti.

I risultati principali sono i seguenti:

- Non vi sono indicazioni di un calo generalizzato della disponibilità di finanziamenti a lungo termine dopo la crisi finanziaria, né nei paesi avanzati né nelle economie emergenti e in via di sviluppo (EMDEs). Vi sono però rischi significativi di carenza di fondi nei settori delle infrastrutture e delle piccole e medie imprese. Questi due settori svolgono un ruolo di rilievo nelle prospettive di crescita e di occupazione a lungo termine, nei paesi avanzati così come nelle EMDEs. È su di essi che si focalizzano le iniziative internazionali in materia di finanza per la crescita.

¹ Le opinioni qui riportate sono quelle degli autori e non impegnano in alcun modo la Banca d'Italia. Gli autori desiderano ringraziare per i commenti ricevuti Giorgio Gobbi, Matteo Piazza, Giuliana Palumbo, Giuseppe Cappelletti, Antonio De Socio, Paolo Finaldi Russo, Cristina Giorgiantonio, Silvia Magri e Riccardo Settimo.

² Sulla relazione tra finanza e crescita vi è un'ampia letteratura (si vedano, ad es., Levine, 2005, Cecchetti e Kharroubi, 2012). Un tema più specifico, trattato raramente, è il ruolo svolto dalle forme di finanziamento a lungo termine (per una introduzione al tema dal punto di vista delle autorità di politica economica, si veda Ervin, 2012). La disponibilità di tali fondi favorisce gli investimenti (sia in capitale fisico, come le infrastrutture, sia in capitale umano) e la crescita per due ordini di ragioni. In primo luogo, i finanziamenti a lungo termine svolgono una funzione anticiclica perché sono meno sensibili di altri alla volatilità di breve periodo dei mercati; in secondo luogo, essendo di lunga durata, essi consentono all'impresa o all'intermediario finanziario che se ne avvale di ridurre il turnover dei propri investimenti e di investire in attività meno liquide.

- I forum internazionali più attivi su questo tema sono il G20 Investment and Infrastructures Working Group, l'OECD Task Force on Institutional Investors and Long-Term Financing, le iniziative dell'Unione Europea coordinate dal Financial Services Committee e la BCBS-IOSCO Task Force on the Securitisation Markets.
- Per reperire risorse da destinare agli investimenti, occorre operare lungo tre direttrici di fondo: (i) rilancio del credito bancario; (ii) promozione della finanza non bancaria; (iii) uso più efficiente delle risorse pubbliche, attraverso garanzie sui prestiti, incentivi fiscali mirati e strumenti finanziari comunitari.
- Per rilanciare il credito, nel breve termine le misure più efficaci dal lato dell'offerta sono il rifinanziamento presso la banca centrale (ordinario e mirato, come nelle operazioni TLTRO della BCE), il rafforzamento patrimoniale delle banche, la gestione efficiente dei crediti deteriorati e le garanzie pubbliche sui prestiti alle imprese. Oltre il breve termine, vi potranno contribuire la ripresa delle cartolarizzazioni e, nell'area dell'euro, l'Unione bancaria.
- La finanza non bancaria può essere promossa attraverso diverse tipologie di misure. Per quanto attiene al capitale di rischio, occorre puntare a una tassazione delle azioni meno svantaggiosa rispetto al debito, a incentivi fiscali alla quotazione e allo sviluppo di operatori di private equity e venture capital. L'assunzione di rischio di credito da parte di soggetti non bancari può essere promossa, oltre che con le cartolarizzazioni, attraverso strumenti quali fondi di debito (European Long-Term Investment Funds), fondi infrastrutturali, prestiti trasferibili (in Germania, ad es., gli *Schuldscheindarlehen*) e migliori informazioni sui bilanci delle imprese, che favoriscano lo sviluppo di indici di mercato e servizi di rating. Un altro utile strumento sono i benefici fiscali per le forme di risparmio a lungo termine, quali i piani pensionistici a capitalizzazione.
- Riguardo all'uso efficiente delle risorse pubbliche, oltre a schemi di garanzia pubblica sui prestiti e a incentivi fiscali ben concepiti, un aspetto chiave è quello del finanziamento delle opere infrastrutturali. Occorre puntare a un ampliamento della partecipazione degli investitori privati. In Europa, inoltre, bisogna potenziare gli strumenti finanziari comunitari (ad es., gli *Euro Project Bonds*), che rispetto a forme di finanziamento su base nazionale possono offrire una migliore diversificazione dei rischi, guadagni di efficienza e una maggiore liquidità per gli investitori.

1. Il finanziamento degli investimenti in infrastrutture e delle PMI

L'analisi delle tendenze dei finanziamenti degli investimenti a lungo termine su scala globale è ostacolata dalla limitatezza dei dati disponibili, contrassegnati da coperture frammentate, definizioni eterogenee e scarsità di dettagli.

Il dibattito sul finanziamento degli investimenti a lungo termine ha preso avvio in ambito G20 a causa dei timori dei paesi emergenti riguardo all'impatto del processo di deleveraging bancario sui flussi di capitale internazionali³. Dati della Banca dei regolamenti internazionali indicano che, se si considerano le esposizioni dei sistemi bancari nazionali verso prenditori esteri ubicati nelle economie emergenti e in via di sviluppo (EMDEs), le esposizioni a "lungo termine" (con durata superiore ai 2 anni) sono cresciute meno di quelle a breve e la loro incidenza sul totale si è riportata al di sotto dei livelli d'inizio anni duemila. Col passare degli anni, tuttavia, tali preoccupazioni si sono gradualmente ridimensionate. Per diverse EMDEs, la riduzione dei finanziamenti a prenditori privati provenienti dalle banche estere è stata compensata da un aumento dei collocamenti sui mercati obbligazionari (Figura 1).

Figura 1

Finanziamenti esteri a lungo termine a prenditori privati ubicati nelle EMDEs (1)
(miliardi di dollari e valori percentuali)

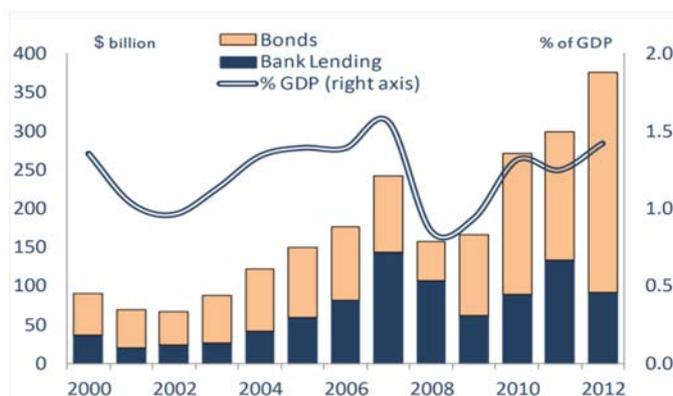
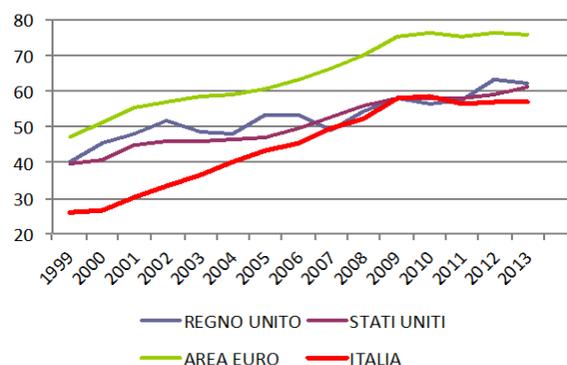


Figura 2

Finanziamenti a lungo termine alle imprese in rapporto al PIL nei paesi avanzati (1)
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni World Bank (2013c) su dati Dealogic.
(1) Sono considerati finanziamenti (prestiti o titoli) a lungo termine quelli con una durata originaria di almeno 5 anni.

Fonte: elaborazioni sui conti finanziari nazionali.
(1) Sono considerati finanziamenti (prestiti o titoli) a lungo termine quelli con una durata superiore a 1 anno.

Anche nei paesi avanzati non vi è evidenza di un calo generalizzato della disponibilità di risorse finanziarie a lungo termine. Con riferimento alle sole imprese, negli ultimi anni i

³ World Bank (2013a, 2013b, 2013c). Per una panoramica sul finanziamento degli investimenti a lungo termine si veda anche OCSE (2013a).

finanziamenti a lungo termine, misurati in rapporto alle dimensioni dell'economia, sono tornati a crescere negli Stati Uniti e nel Regno Unito, mentre si sono stabilizzati nell'area dell'euro (Figura 2). In quest'ultimo caso, l'interruzione della tendenza crescente del rapporto debito/PIL, già molto elevato, può avere anche riflesso l'esigenza delle imprese di contenere il grado di indebitamento. Questo buon andamento dei finanziamenti a lungo termine negli ultimi anni si spiega anche con il ricorso delle imprese ai mercati obbligazionari; di questa opzione, tuttavia, se ne sono avvalse soprattutto le imprese di maggiori dimensioni, risultando essa ben più costosa per quelle piccole e medie.

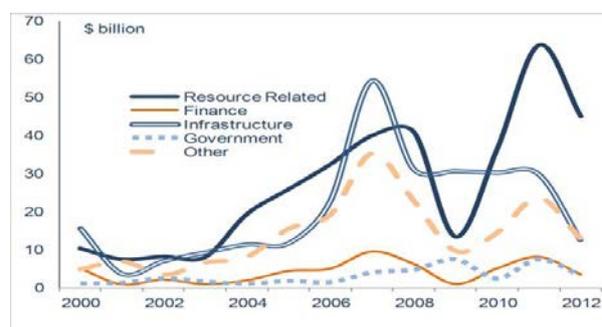
Le preoccupazioni di una insufficiente disponibilità di fondi per gli investimenti a lungo termine si sono così focalizzate sulle condizioni di finanziamento in due settori specifici dell'economia, quelli delle infrastrutture e delle piccole e medie imprese (PMI). Per le infrastrutture, il problema dell'adeguatezza delle risorse finanziarie si pone anche in relazione al cospicuo fabbisogno di investimenti previsto per i prossimi anni.

Il finanziamento delle infrastrutture

Il calo dei finanziamenti destinati alle infrastrutture nelle EMDEs (Figura 3) è stato causato principalmente dal processo di *deleveraging* delle banche europee; tra il 2008 e il 2012 il loro tasso di partecipazione ai prestiti sindacati a lungo termine a EMDEs è sceso dall'86 al 53 per cento (World Bank, 2013b). Il minore afflusso di finanziamenti bancari non è stato compensato da un maggiore ricorso al mercato obbligazionario, che nel caso delle opere infrastrutturali è ostacolato dalle peculiarità di questi investimenti (durata elevata e illiquidità, alta rischiosità nella fase di costruzione, notevole complessità dei contratti in termini di numerosità delle controparti e di ripartizione dei rischi, scarsità di dati e difficoltà di valutazione dei progetti)⁴.

Figura 3

Prestiti sindacati a lungo termine a prenditori dei paesi EMDEs, ripartiti per settore (1)



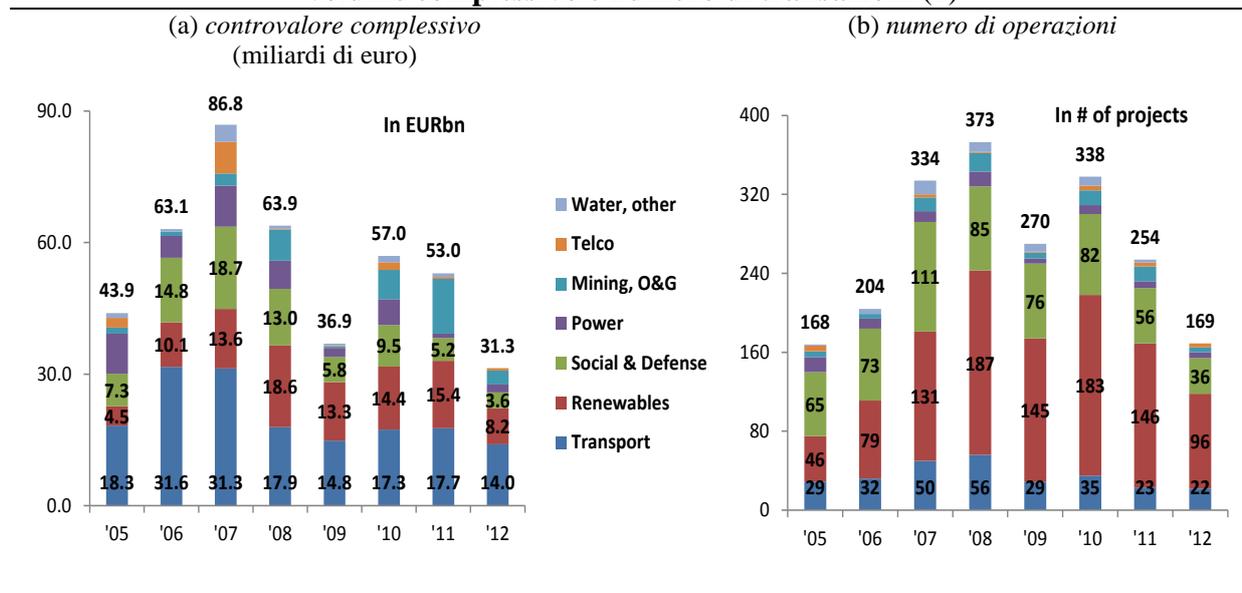
Fonte: elaborazioni World Bank (2013c) su dati Dealogic.
(1) Sono considerati prestiti a lungo termine quelli con una durata di almeno 5 anni.

⁴ Della Croce e Yermo (2013), Ehlers (2014).

I dubbi sull'adeguatezza dei finanziamenti disponibili per gli investimenti infrastrutturali non sono stati circoscritti alle EMDEs ma hanno interessato anche le economie europee. In Europa, il volume complessivo e il numero di operazioni di project financing sono diminuiti significativamente dai livelli raggiunti prima della crisi finanziaria globale (Figura 4).

Figura 4

**Operazioni di *project finance* nei paesi UE 27, ripartiti per settore:
volume complessivo e numero di transazioni (1)**



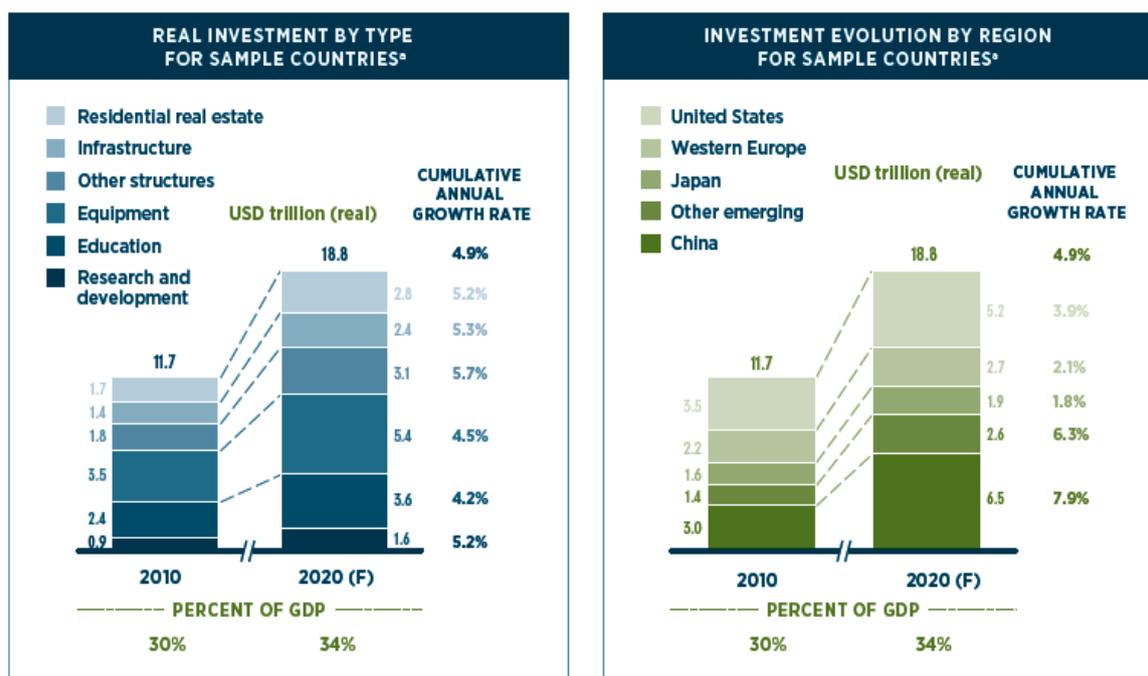
Fonte: elaborazioni HLEG (2013) su dati Infrastructure Journal Database.

(1) Sono considerate tutte le nuove operazioni (acquisti di attività, privatizzazioni e rifinanziamenti).

Le esigenze di finanziamento delle infrastrutture sono ingenti anche in una prospettiva di medio-lungo periodo. Secondo alcune stime riportate in World Bank (2013b), fino al 2020 le EMDEs dovranno investire in infrastrutture circa mille miliardi di dollari all'anno solo per tenere il passo con il processo di rapida urbanizzazione, la crescita economica e la tendenza verso una maggiore integrazione e connettività su scala globale. Per l'Europa, la Commissione stima che siano necessarie risorse per circa mille miliardi di euro per finanziare le principali infrastrutture previste fino al 2020 nei settori dei trasporti, dell'energia e delle telecomunicazioni. Secondo alcune stime di McKinsey Global Institute pubblicate da Group of Thirty (2013) e relative a nove grandi paesi (avanzati ed emergenti), gli investimenti a lungo termine nel corso di questo decennio dovrebbero crescere in termini reali a un saggio annuo del 4,9%; quelli in infrastrutture al 5,3% (Figura 5).

Previsione di crescita degli investimenti a lungo termine in nove grandi paesi

Constant 2010 prices, constant exchange rates



NOTE: Numbers may not sum due to rounding.

F = Forecasted

a Sample countries include Brazil, China, France, Germany, India, Japan, Mexico, the United Kingdom, and the United States, representing 60% of world GDP in 2010.

SOURCE: McKinsey Global Institute.

Fonte: elaborazioni Group of Thirty (2013).

Il finanziamento delle piccole e medie imprese

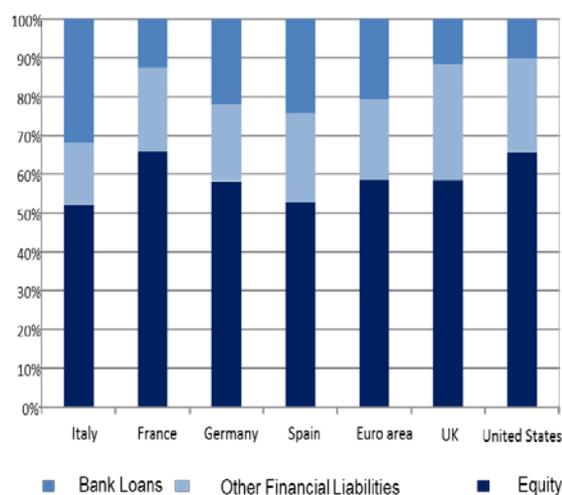
Un altro comparto che ha risentito del processo di *deleveraging* delle banche è quello delle piccole e medie imprese. In Europa, le imprese dipendono dal credito bancario molto più di quanto ciò non avvenga negli Stati Uniti (Figura 6). La dipendenza dal credito bancario è ancora più spiccata per le PMI, caratterizzate da maggiore opacità informativa. A differenza delle grandi imprese, le PMI hanno potuto compensare in misura molto limitata la minore disponibilità di credito bancario con l'emissione diretta di obbligazioni e azioni sui mercati finanziari⁵.

Le indagini congiunturali condotte presso le imprese e quelle presso le banche mostrano che la contrazione del credito alle imprese registrata negli ultimi anni è il risultato, oltre che del calo della domanda di finanziamenti, della restrizione delle politiche di offerta da parte degli intermediari (Figura 7). Un fattore importante alla base della riduzione dell'offerta di credito è dato dall'elevata percezione di rischio di credito delle imprese connessa con le incerte prospettive

⁵ Per un'analisi delle condizioni finanziarie delle imprese relativa al caso italiano, si veda Gobbi (2013).

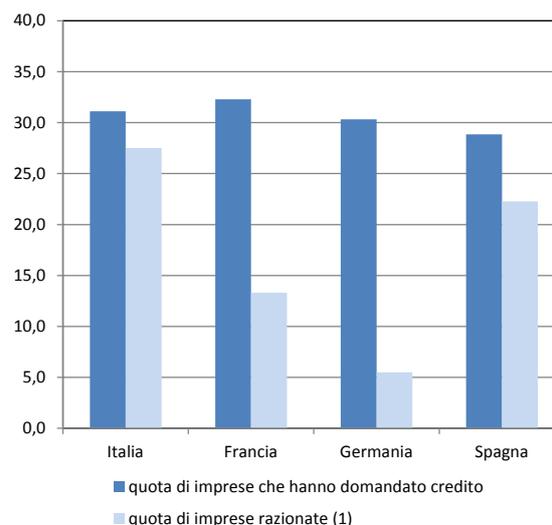
dell'economia, ma vi hanno contribuito anche le difficoltà proprie delle banche (si veda il paragrafo 3.I, dedicato alle misure di politica economica volte a rafforzare l'offerta di credito).

Figura 6
Ripartizione delle passività delle società non finanziarie tra strumenti di natura bancaria e altre passività (1)
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia; BCE per l'area dell'euro; Bank of England e Federal Reserve System.
 (1) Dati a fine 2012.

Figura 7
Difficoltà di accesso al credito delle piccole e medie imprese nei principali paesi dell'area dell'euro
(valori percentuali)



Fonte: BCE, Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (October 2013-March 2014).
 (1) Imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto l'intero ammontare del credito richiesto sul totale delle imprese che hanno domandato credito.

2. Le iniziative in corso⁶

Sul tema del finanziamento degli investimenti a lungo termine si focalizzano diverse iniziative sia delle principali organizzazioni internazionali, con il coordinamento del G20, sia delle istituzioni e dei paesi della UE⁷. Un quadro di sintesi è nella tavola 1.

⁶ Il paragrafo si basa sulle informazioni disponibili alla fine del settembre 2014.

⁷ Per un'analisi delle politiche adottate in Italia negli ultimi anni in favore del finanziamento delle imprese si veda Gobbi (2013 e 2014).

Principali iniziative internazionali in tema di finanziamento degli investimenti a lungo termine (1)

Iniziativa	Status
Gruppo dei 20	
Study Group on Financing for Investment	chiuso nel settembre 2013
Investment and Infrastructure Working Group	avviato nel gennaio 2014
OCSE – Task force on Institutional Investors and Long-Term Financing	avviata nell'aprile 2013
FSB – National Engagement Group for the Development of Quant. Indicators	avviato nel giugno 2014
Unione europea	
Commissione europea – Libro verde (03/2013), Consult. pubblica, Comunicazione (03/2014)	chiuso nel marzo 2014
Comitato economico e finanziario dell'Ecofin – High-Level Expert Group	chiuso alla fine del 2013
Commissione europea/Banca europea degli investimenti – SME Initiative	avviata nel giugno 2013
Presidenza italiana dell'Unione europea nel secondo semestre del 2014	avviata nel luglio 2014
Altre iniziative	
BCBS-IOSCO Task Force on the Securitisation Markets	avviata nella primavera del 2014

(1) Prospetto riassuntivo delle iniziative descritte nel paragrafo 2.

a) I lavori in ambito G20

Nel settembre 2013 i Capi di Stato e di Governo del G20⁸ hanno ribadito l'importanza del finanziamento degli investimenti a lungo termine, in particolare di quelli in infrastrutture e delle PMI, al fine di sostenere la crescita economica, la creazione di posti di lavoro e lo sviluppo. Sulla base di un programma di lavoro delineato da un apposito gruppo di studio⁹, si sono impegnati a identificare entro il prossimo meeting di Brisbane del novembre 2014 un insieme di misure concrete, sia comuni sia specifiche ai singoli paesi, che possano sostenere la ripresa degli investimenti.

Investment and Infrastructure Working Group

A tal fine il G20 ha costituito l'Investment and Infrastructure Working Group (IIWG), la cui attività è articolata in quattro aree di lavoro: (i) i fattori non finanziari che incidono sul clima degli investimenti; (ii) i fattori finanziari; (iii) l'ottimizzazione delle risorse finanziarie delle banche multilaterali di sviluppo; (iv) la programmazione dei progetti infrastrutturali.

Le misure attualmente in discussione si focalizzano su come favorire lo scambio di dati e di conoscenze su scala globale in tema di pianificazione e finanziamento delle opere infrastrutturali, come rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni (cfr. il terzo paragrafo), come migliorare la disponibilità di informazioni sulle PMI per gli investitori e come accrescere il ruolo della Banca mondiale di catalizzatore di capitali privati nel finanziamento delle infrastrutture nelle economie di mercato emergenti e in quelle in via di sviluppo.

Task force on Institutional Investors and Long-Term Financing

Nell'ambito dei lavori del Committee on Financial Markets (CFM) e dell'Insurance and Private Pensions Committee (IPPC), presso l'OCSE, è stata costituita una task force ("Task force on Institutional Investors and Long-Term Financing") con il compito di analizzare il ruolo degli investitori istituzionali nel finanziamento degli investimenti di lungo termine, sia di tipo infrastrutturale sia volti allo sviluppo delle piccole e medie imprese.

⁸ G20 (2013a).

⁹ Lo Study Group on Financing for Investment, istituito dai Ministri finanziari e Governatori delle banche centrali nel febbraio 2013 (G20 Study Group on Financing for Investment, 2013).

La Task Force ha presentato alla riunione dei Capi di Stato e di Governo dei paesi del G20 di settembre 2013 un documento intitolato “High Level Principles on Long-Term Investment Financing by Institutional Investors”¹⁰. Questo documento contiene principi generali volti ad aiutare i governi a rimuovere eventuali ostacoli regolamentari e istituzionali allo sviluppo degli investitori istituzionali e alla loro partecipazione al finanziamento delle imprese e dei progetti infrastrutturali¹¹.

Su indicazione del G20, la Task Force sta ora lavorando a una lista di modalità di intervento (“effective approaches”) per l’attuazione dei principi generali. Questo documento verrà presentato al G20 di Brisbane.

Monitoraggio degli effetti della regolamentazione finanziaria

Il G20 ha incaricato il Financial Stability Board (FSB) di monitorare l’impatto della regolamentazione finanziaria sull’offerta di finanziamenti a lungo termine, al fine di identificare e correggere con tempestività eventuali effetti non desiderati¹².

Per assolvere tale compito, l’FSB, di concerto con le altre principali organizzazioni internazionali (FMI, OCSE e Banca mondiale) e con la collaborazione di esperti di singoli paesi, sta sviluppando un set di indicatori relativi agli investimenti a lungo termine e al loro finanziamento.

¹⁰ OCSE (2013b).

¹¹ Il documento individua 8 principi. I principali aspetti affrontati sono i seguenti. Il contesto generale (macroeconomico, regolamentare, istituzionale) dovrebbe essere favorevole all’attività degli investitori istituzionali e il risparmio di lungo periodo dovrebbe essere incentivato (contenimento dei costi, trasparenza, incentivi finanziari e fiscali, meccanismi di default); gli assetti di governance dovrebbero consentire una gestione efficiente (competenze, presidi per il controllo dei rischi e dei conflitti di interesse, deleghe di gestione e rapporti fiduciari, attività di vigilanza); il trattamento prudenziale, contabile e fiscale dovrebbe tenere conto delle peculiarità dei gestori istituzionali di portafoglio con orizzonti di investimento di lungo periodo; in presenza di fallimenti del mercato, il governo dovrebbe intervenire, anche attraverso garanzie pubbliche (ad esempio, finanziamento di start-up e imprese in settori innovativi, sviluppo di veicoli finanziari specializzati); i vincoli agli investimenti dovrebbero essere attenuati, se non giustificati da esigenze prudenziali; il governo dovrebbe promuovere la trasparenza degli strumenti di gestione del risparmio, le conoscenze in materia finanziaria e la protezione dei consumatori.

¹² Si vedano i rapporti FSB (2013 e 2014). I canali attraverso cui la normativa può influenzare le scelte di investimento degli intermediari sono diversi (standard contabili, regole prudenziali, vincoli di portafoglio). Degli effetti di alcune norme prudenziali e contabili sulle scelte di portafoglio degli investitori istituzionali a lungo termine (quali i fondi pensione e le compagnie di assicurazione) si era cominciato a discutere già ben prima della crisi finanziaria globale in un rapporto del Gruppo dei dieci pubblicato nel 2005 (G10, 2005); si veda anche CGFS (2007). Dopo la crisi finanziaria, l’attenzione delle autorità pubbliche a potenziali effetti indesiderati della regolamentazione si è intensificata; si vedano, ad es., un rapporto del CGFS (CGFS, 2011) e studi dell’OCSE (Sverinson e Yermo, 2012) e dell’FMI (Al-Darwish e al., 2011). Nondimeno, l’esistenza di un impatto della revisione della regolamentazione finanziaria sulla disponibilità di risorse finanziarie per gli investimenti di lungo periodo è tutt’altro che scontata, anche perché molte delle modifiche regolamentari effettuate sono recenti e alcune di esse sono ancora in fase di definizione (FSB, 2013). È inoltre essenziale distinguere tra il periodo di transizione in cui ci troviamo ora (in cui le nuove norme sono ancora, in parte, in fase di implementazione, se non di definizione) e il periodo “a regime”, quando l’intero nuovo impianto regolamentare sarà stato adottato nella gran parte delle giurisdizioni.

b) La Commissione europea e l'Ecofin

Nel 2013 le istituzioni comunitarie europee hanno avviato una serie di iniziative volte a individuare politiche in grado di favorire l'offerta di finanziamenti a lungo termine. Il primo passo è stato la pubblicazione nel marzo 2013 di un Libro verde della Commissione europea (CE) sul finanziamento di lungo periodo dell'economia europea¹³, che è stato poi oggetto di consultazione pubblica.

Nel contempo sono state intraprese due altre iniziative. Nel maggio 2013 l'Economic and Financial Committee (EFC), su iniziativa dell'Ecofin, ha istituito un High-Level Expert Group (HLEG), con il compito di analizzare le politiche idonee a sostenere lo sviluppo di forme di finanziamento non bancario e di contribuire ai lavori della Commissione su questi temi¹⁴. Nel dicembre 2013 l'HLEG ha presentato un rapporto che contiene un insieme di raccomandazioni di breve e medio periodo per i governi nazionali, le istituzioni europee e altre agenzie volte a favorire il finanziamento di PMI e infrastrutture (HLEG, 2013). Gli interventi proposti mirano ad aumentare la trasparenza delle PMI, a sostenere il mercato delle cartolarizzazioni, a favorire lo sviluppo degli intermediari non bancari e a migliorare la gestione degli appalti pubblici.

Nel giugno 2013 la Commissione europea, assieme alla Banca europea degli investimenti, ha presentato al Consiglio europeo una iniziativa per l'istituzione di strumenti di finanziamento comunitari dedicati al finanziamento delle PMI (EC/EIB SME Initiative)¹⁵. L'iniziativa ha trovato il pieno appoggio dell'HLEG. Tuttavia, l'adesione da parte dei paesi membri è stata finora limitata e non si è raggiunto il livello minimo di risorse necessario ad avviare l'operatività dei nuovi strumenti (cfr. la discussione nel paragrafo 3.III).

Nel marzo 2014, sulla base dei risultati della consultazione pubblica sul Libro verde e del rapporto dello HLEG, la Commissione ha pubblicato una Comunicazione al Consiglio e al Parlamento europeo¹⁶ in cui vengono illustrate un ampio novero di misure a sostegno della finanza

¹³ Commissione europea (2013).

¹⁴ Il gruppo, presieduto da John Moran (Segretario generale del Ministero delle finanze irlandese) e Alberto Giovannini (presidente e amministratore delegato di Unifortune), era composto da esperti dei mercati finanziari di istituzioni private e pubbliche (tra le quali, BEI, FEI, banche di sviluppo nazionali, BCE, alcuni Stati membri della UE).

¹⁵ La proposta prevede l'unione delle risorse dei programmi comunitari già esistenti (COSME e Horizon 2020), dei programmi BEI/FEI e di parte dei fondi strutturali dei singoli paesi destinati al finanziamento delle PMI. Essa comprende tre strumenti: i) il *joint-guarantee instrument* (garanzie parziali sui nuovi prestiti alle PMI), ii) il *joint-securitization instrument* (garanzie sulle tranche junior di cartolarizzazioni di prestiti), iii) il *joint-securitization instrument* (simile al secondo strumento ma con la condivisione di parte dei fondi strutturali nazionali).

¹⁶ Commissione europea (2014).

di lungo termine¹⁷. Queste misure, in larga parte, rientrano in linee di azione già intraprese da tempo; in alcuni casi sono parte di nuove direttrici di intervento (cfr. il riquadro: “*La Comunicazione della CE sul finanziamento a lungo termine dell’economia europea*”).

La Comunicazione della CE sul finanziamento a lungo termine dell’economia europea

Le azioni più rilevanti riguardano gli atti delegati sul Liquidity Coverage Ratio e Solvency II¹⁸. La Commissione intende correggere, laddove lo si ritenesse opportuno, eventuali eccessive penalizzazioni di forme di investimento di lungo periodo. In particolare, con riferimento a Solvency II, la Commissione ha chiesto all’EIOPA, l’autorità europea di vigilanza sul settore assicurativo, di esaminare se i requisiti di capitale previsti dalla direttiva possano essere rivisti, senza comprometterne le finalità prudenziali, al fine di favorire specifici strumenti finanziari (titoli delle PMI, *infrastructure finance* e *project bonds*, private equity e venture funds, titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione, *Socially Responsible Investments*)¹⁹.

In aggiunta alla normativa di attuazione di Basel III e Solvency II, la Commissione si impegna a preparare per il 2015 e il 2016 dei rapporti sull’adeguatezza dei requisiti di capitale delle banche in funzione dell’obiettivo di sostenere la finanza di lungo periodo.

La Commissione ritiene importante valutare anche l’adeguatezza degli standard contabili, considerando il loro effetto sugli incentivi a investire in attività a lungo termine. In particolare, il principio di valutazione del bilancio al fair value è stato criticato perché potrebbe indurre gli intermediari a sostituire attività relativamente rischiose (come le azioni e le obbligazioni societarie) con attività meno rischiose al fine di ridurre la volatilità dei valori di bilancio²⁰. La Commissione intende invitare lo IASB (in occasione della revisione dello standard IFRS9) a valutare se gli standard debbano essere modificati, in particolare quelli relativi agli intermediari con passività a lungo termine, quali le imprese di assicurazione e i fondi pensione.

La Commissione si impegna inoltre a emanare comunicazioni e/o raccomandazioni (o proporre atti normativi) su una serie di altri temi ritenuti importanti per la finanza di lungo termine. Con riferimento ai mercati dei capitali, la Commissione intende valutare misure per la riduzione dei costi per la quotazione delle imprese; la promozione della liquidità sui mercati secondari delle

¹⁷ La Commissione europea ha presentato contemporaneamente anche una proposta di modifica della direttiva sui fondi pensione (IORP) e una comunicazione sul crowdfunding.

¹⁸ La normativa di attuazione del Liquidity Coverage Ratio e di Solvency II è prevista per la fine di settembre 2014.

¹⁹ Nel dicembre 2013 l’EIOPA ha proposto di ridurre il requisito per le ABS meno rischiose (type A securitisations) e di aumentare il requisito delle altre ABS (type B securitisations; EIOPA, 2013a e 2013b). Una difficoltà messa in evidenza dall’EIOPA è la mancanza di dati affidabili ed esaustivi su alcune tipologie di attività, come gli investimenti in infrastrutture, che ostacolerebbe la valutazione della rischiosità delle cartolarizzazioni. Secondo alcuni esponenti dell’industria i requisiti di capitale degli ABS sarebbero ancora troppo alti. La Commissione sta valutando la possibilità di una loro ulteriore riduzione.

²⁰ Questo effetto è più evidente quando la valutazione al fair value incide anche sul calcolo del patrimonio di vigilanza.

obbligazioni e dei titoli azionari delle PMI (in occasione dell’emanazione degli atti delegati di MIFID 2); lo sviluppo di un mercato europeo degli ABS, attraverso l’identificazione di “*high quality securitisations*”; lo sviluppo di un mercato dei collocamenti privati, attraverso, ad esempio, l’armonizzazione della regolamentazione di specifici strumenti.

Altri temi di rilievo inclusi nella Comunicazione sono: il miglioramento delle informazioni sui bilanci delle PMI e sui progetti infrastrutturali, il regime di tassazione del debito e del capitale di rischio, l’attività delle banche di sviluppo nazionali e la cooperazione con le analoghe istituzioni comunitarie.

c) La Presidenza italiana dell’Unione europea nel secondo semestre del 2014

Il programma del Governo italiano individua nella crescita la priorità del proprio semestre di presidenza europea. Una parte dell’agenda è dedicata alle politiche volte a stimolare il finanziamento dell’economia reale. Le principali aree di intervento sono: i) la revisione della normativa per favorire gli investimenti di lungo periodo, ii) lo sviluppo di nuovi strumenti finanziari, iii) l’accrescimento delle risorse disponibili per gli investimenti pubblici²¹.

Il 30 giugno 2014 l’Economic and Financial Committee ha invitato il Financial Services Committee a preparare un programma di lavoro sulle principali iniziative (“roadmap”). La roadmap è stata presentata all’Ecofin informale che si è tenuto a Milano il 13 settembre²². Nella stessa sede, la Presidenza italiana ha presentato un documento di carattere più generale che individua le linee di azione prioritarie tra quelle indicate dalla Commissione nella Comunicazione dello scorso marzo. Sulla base di tale proposta, l’Ecofin, nella riunione del prossimo dicembre, potrà definire le iniziative da indicare come più importanti e urgenti per il mandato della nuova Commissione.

Le possibili aree di intervento individuate dalla Presidenza italiana riguardano: l’accesso delle piccole e medie imprese ai mercati dei capitali (ad esempio, la creazione di un mercato europeo per i minibond e per i collocamenti privati di strumenti di debito), lo sviluppo di nuovi

²¹ In Italia il Ministero dell’Economia e delle finanze e il Ministero per lo Sviluppo economico hanno costituito un tavolo tecnico sul tema della “finanza per la crescita”, con l’obiettivo di individuare interventi volti a favorire il finanziamento delle imprese e di definire le priorità per il semestre italiano di Presidenza dell’Unione europea. Il tavolo tecnico ha condotto delle audizioni con le principali istituzioni e associazioni di categoria del settore finanziario al fine di raccogliere proposte per nuovi provvedimenti. Alcune delle misure presentate durante le audizioni del tavolo tecnico sono confluite nel Decreto Legge 91/2014 (decreto competitività), convertito con Legge n. 116/2014 (Gobbi, 2014). Un analogo tavolo, a cui ha partecipato anche il Ministero delle Infrastrutture, ha raccolto proposte per favorire il finanziamento delle opere infrastrutturali, in parte confluite nel Decreto Legge 133/2014 (decreto sblocca Italia).

²² Il documento tratta principalmente delle iniziative in materia di cartolarizzazioni e della necessità di un loro coordinamento. In particolare, si propone che la Commissione assuma la responsabilità del coordinamento (in collaborazione con la BCE e le agenzie europee di regolamentazione), in quanto presente in quasi tutti i tavoli di lavoro, e che sul tema riporti al Financial Services Committee.

intermediari specializzati in finanziamenti alle imprese (quali i *credit funds*), il miglioramento dell'informazione sul merito di credito delle imprese di minore dimensione, gli incentivi alla patrimonializzazione delle imprese attraverso agevolazioni fiscali, come l'*allowance for corporate equity* (ACE) introdotta in Italia. Nel breve termine, le iniziative più concrete sono la normativa sugli European Long-Term Investments Funds (ELTIF) e quelle sul rilancio del mercato delle cartolarizzazioni. Con riferimento a quest'ultimo tema, la Presidenza ritiene che sia necessaria un'opera di coordinamento tra le numerose iniziative in corso per assicurare la coerenza del quadro normativo complessivo.

d) La Task Force IOSCO-BCBS e le altre iniziative sul tema delle cartolarizzazioni

Lo sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni è uno dei temi che ha ricevuto grande attenzione negli ultimi mesi. Le principali iniziative sul tema, molte delle quali sono state già menzionate in questa sezione, sono riassunte nel riquadro "*Principali iniziative sul tema delle cartolarizzazioni*".

Un'iniziativa che non rientra nell'ambito dei lavori del G20 né in quelli della Commissione è la Task Force congiunta IOSCO-BCBS, che ha l'obiettivo di analizzare i problemi del mercato delle cartolarizzazioni e di sviluppare i criteri per identificare le operazioni semplici e trasparenti. La Task Force ha annunciato, inoltre, che condurrà un'indagine sul mercato globale delle cartolarizzazioni.

Principali iniziative sul tema delle cartolarizzazioni

Iniziative di istituzioni dell'Unione europea (UE)

- Atti delegati della Commissione su direttiva Solvency II (settembre 2014). In tale ambito verranno rivisti i requisiti di capitale per i titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione "semplici e trasparenti".
- Atti delegati della Commissione su Liquidity Coverage Ratio (settembre 2014), in cui si individuano gli ABS che potranno essere inclusi nel liquidity buffer (HQLA).
- La Commissione europea intende svolgere un ruolo di coordinamento delle diverse iniziative al fine di individuare principi generali per la revisione della normativa prudenziale (sostegno alle operazioni "semplici e trasparenti", importanza della risk retention, attenzione a differenze e similarità rispetto ad altre attività finanziarie) e definire un approccio comune per il settore bancario e quello assicurativo.
- Parere dell'EBA (settembre 2014) chiesto dalla Commissione sui criteri per identificare le "high quality transactions".

- Programmi comunitari gestiti da BEI e FEI che forniscono garanzie attraverso l'acquisto di tranche junior di cartolarizzazioni di prestiti alle PMI.
- EC/EIB SME Initiative (giugno 2013): proposta di costituire nuovi strumenti finanziari comunitari per la concessione di garanzie sui prestiti alle imprese e sulle operazioni di cartolarizzazione.
- Programma della BCE per l'acquisto, a partire da ottobre 2014, di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione "semplici e trasparenti", relativi a crediti al settore non finanziario dell'area dell'euro (ABS purchase programme, ABSPP), e di covered bonds emessi da intermediari dell'area dell'euro (covered bond purchase programme, CBPP3).

Iniziative che coinvolgono istituzioni di singoli paesi UE e istituzioni di paesi esterni all'UE

- Task-force BCBS-IOSCO che ha l'obiettivo di analizzare i problemi del mercato delle cartolarizzazioni e di sviluppare i criteri per operazioni semplici e trasparenti.
- Il BCBS sta lavorando alla revisione della normativa prudenziale del settore bancario sulle operazioni di cartolarizzazione. Nel dicembre 2013 il BCBS ha messo in consultazione una seconda versione della normativa; la pubblicazione è prevista per la metà del 2015 (l'attuazione per il 2017). La revisione mira a ridurre la dipendenza dai rating esterni, attenuare gli effetti soglia sui requisiti di capitale e rendere la normativa più sensibile alla effettiva rischiosità dei titoli.
- Paper congiunto della Bank of England e della European Central Bank sull'importanza delle cartolarizzazioni in Europa, i principali ostacoli al loro rilancio e i possibili interventi per superarli (Bank of England, European Central Bank, 2014a, 2014b).

3. I principali interventi

Dai lavori del G20 e della Commissione europea sono emerse diverse aree di intervento per la promozione del finanziamento degli investimenti di lungo termine. Le misure si focalizzano sul finanziamento delle piccole e medie imprese e delle opere infrastrutturali, ma hanno ovviamente anche una valenza più generale. In questa sezione indichiamo le politiche che riteniamo più rilevanti.

Per reperire risorse da destinare agli investimenti occorre operare lungo tre direttrici di fondo²³: (i) rilancio del credito bancario al settore privato; (ii) promozione della finanza non bancaria, attraverso un maggiore ricorso al capitale di rischio, lo sviluppo di forme di intermediazione specifiche e il miglioramento delle informazioni sulle imprese e su singoli progetti infrastrutturali; (iii) uso più efficiente delle risorse pubbliche, attraverso la diffusione di *best practices* internazionali in materia di appalti pubblici e il ricorso a strumenti pubblici che catalizzino investimenti privati.

I. Rilancio del credito bancario

La debolezza del credito bancario nell'area dell'euro riflette sia un calo della domanda di finanziamenti da parte delle imprese sia condizioni di offerta più restrittive da parte delle banche²⁴. Questo paragrafo si focalizza sul lato dell'offerta di credito, ovvero sui fattori che possono rendere le banche maggiormente in grado di concedere finanziamenti alle imprese. Non verrà invece discusso il lato della domanda, ovvero in che modo stimolare gli investimenti delle imprese e, dunque, il loro fabbisogno di finanziamenti. È evidente che un'accresciuta disponibilità delle banche a elargire prestiti alle imprese non è di per sé sufficiente a rilanciare il credito se essa non si accompagna a una ripresa degli investimenti da parte delle imprese.

Misure che operano già a breve termine

Dal lato dell'offerta, hanno pesato in primo luogo le tensioni sui mercati della provvista bancaria all'ingrosso (comparse durante la crisi finanziaria globale e acuitesi negli scorsi anni con la crisi del debito sovrano). Vi è stato fatto fronte, principalmente, con una forte espansione del rifinanziamento presso la Banca centrale europea, con aumenti di capitale delle banche, con maggiori informazioni sulle loro condizioni di bilancio (anche attraverso esercizi di stress test) e con l'avvio del progetto di Unione bancaria²⁵.

²³ Con riferimento all'Italia, le condizioni del sistema finanziario, la sua capacità di sostenere gli investimenti e la crescita e, più specificamente, la necessità di sviluppare forme di finanziamento delle imprese complementari al credito bancario sono state al centro di numerosi interventi del Governatore della Banca d'Italia e di altri membri del Direttorio. Tra quelli più recenti, si vedano Visco (2013a, 2013b, 2014a, 2014b, 2014c), Rossi (2013, 2014), Panetta (2013a, 2013b, 2014) e Signorini (2013).

²⁴ Sulla necessità di distinguere tra fattori di domanda e fattori di offerta nell'andamento del credito bancario (in relazione soprattutto al caso italiano), si vedano Gobbi (2013), Del Giovane, Nobili e Signoretti (2013), Bofondi, Carpinelli e Sette (2013) e altri studi inclusi in Banca d'Italia (2013a).

²⁵ CGFS (2011a) e Angelini, Grande e Panetta (2014).

Nei paesi più colpiti dalla crisi economica, tuttavia, i criteri di offerta nell'erogazione del credito hanno risentito anche dell'accresciuta rischiosità dei prenditori e della mole di prestiti deteriorati nei bilanci delle banche. Anche in questo caso sono state intraprese diverse linee di azione.

Una prima fondamentale risposta è stata il rafforzamento della dotazione patrimoniale delle banche. Questo è un processo ancora in corso, sollecitato, in alcuni paesi, dalle autorità di vigilanza. Un'altra linea di azione che si sta perseguendo è la riduzione dei prestiti deteriorati che gravano sui bilanci delle banche²⁶. Essa può attuarsi attraverso la cessione di tali esposizioni a operatori specializzati come pure per il tramite di interventi volti a razionalizzare la gestione dei crediti deteriorati attraverso strutture dedicate. Tali strutture consentono alle banche di conseguire guadagni di efficienza nella gestione dei crediti deteriorati e una maggiore trasparenza nella loro valutazione; in Italia, beneficeranno della recente revisione della tassazione delle perdite su crediti delle banche, che è stata resa meno svantaggiosa²⁷. Anche nel caso delle strategie di riduzione dei prestiti deteriorati, un ruolo cruciale è svolto dalle autorità di vigilanza, che, attraverso l'attività di supervisione (ivi compresa, più recentemente, l'*Asset Quality Review* della BCE), possono favorire un aumento degli accantonamenti e un miglioramento della trasparenza e affidabilità dei bilanci bancari.

Altri strumenti mirano a sostenere il credito alle imprese. Negli ultimi anni, segnati dalla crisi economica, un meccanismo efficace di mitigazione del rischio di credito nei paesi avanzati è stato rappresentato dagli schemi di garanzia pubblica sui prestiti bancari²⁸. In Italia, in particolare, il Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese ha costituito uno dei principali strumenti a sostegno delle PMI²⁹.

Il rilancio del credito bancario è l'obiettivo specifico che si prefiggono le nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine (TLTROs) introdotte recentemente dalla BCE. Questa nuova tipologia di operazioni, che è stata effettuata per la prima volta nel settembre 2014, introduce per le banche un incentivo diretto all'erogazione di prestiti alle imprese, collegando la concessione della liquidità della BCE al credito effettivamente erogato.

²⁶ Visco (2014a, 2014b, 2014c) e Barbagallo (2014).

²⁷ De Vincenzo e Ricotti (2014).

²⁸ OCSE (2013c).

²⁹ Banca d'Italia (2013b).

Sviluppo del mercato delle cartolarizzazioni

Su un orizzonte di più lungo periodo, il credito bancario potrà trarre giovamento dallo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione³⁰. È questa una delle principali linee di azione su cui si è indirizzato il dibattito di politica economica, in sede comunitaria così come a livello del G20 (cfr. il riquadro “*Principali iniziative sul tema delle cartolarizzazioni*”).

Le cartolarizzazioni, da un lato, consentono alle banche di liberare capitale e accrescere la liquidità mobilizzando parti dell’attivo, dall’altro, aiutano intermediari non bancari e investitori a migliorare la loro diversificazione dei rischi di portafoglio modulando l’esposizione al rischio di credito. Se la crisi ha evidenziato la pericolosità di alcune tipologie di cartolarizzazioni, essa ha anche mostrato che le operazioni caratterizzate da strutture semplici e da un maggiore grado di trasparenza hanno registrato profili di rischio assai contenuti³¹.

Le iniziative in corso sono volte a elaborare criteri per identificare le cartolarizzazioni “buone” (definite, ad es., “qualifying securitisations” o “prudent securitisations” o “high-quality securitisations”), per le quali prevedere un trattamento prudenziale agevolato e/o forme di garanzie pubbliche³². Rispettando specifici requisiti in termini di semplicità e trasparenza, queste cartolarizzazioni agevolerebbero l’investitore nella valutazione e nel monitoraggio del rischio e renderebbero più visibili gli incentivi e i conflitti di interesse di tutte le parti coinvolte. In questo modo potrebbero essere perseguite anche finalità macro-prudenziali, disincentivando le operazioni che si ritiene comportino un maggiore rischio sistemico. Acquirenti e detentori dei titoli emessi dalle società-veicolo non sarebbero comunque esonerati dal compiere una attenta attività di analisi e monitoraggio dell’effettiva rischiosità dei titoli.

È fondamentale assicurare il coordinamento tra le diverse iniziative. In particolare, i criteri per le cartolarizzazioni buone dovrebbero essere comuni tra paesi e tra settori (ad es., per banche e assicurazioni), per evitare che si creino opportunità di arbitraggio regolamentare.

³⁰ IMF (2014).

³¹ Durante la crisi le cartolarizzazioni dei prestiti alle imprese hanno registrato una buona performance. Secondo Standard & Poor’s, tra la metà del 2007 e il terzo trimestre del 2013 il tasso cumulato di default dei titoli CLO derivanti da cartolarizzazioni di prestiti alle PMI è stato inferiore all’1% per cento del valore dei titoli a cui l’agenzia aveva attribuito un rating (103 miliardi di dollari, S&P, 2013). Per un’analisi della performance delle “high quality securitisation” si veda Perraudin (2014).

³² Proposte e iniziative per rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni provengono anche dal settore privato. Nel 2012 è stato lanciato il *Prime Collateralised Securities* (PCS, 2013) per l’attribuzione di una label alle cartolarizzazioni di elevata qualità. Eurofi ha recentemente proposto di assegnare una label di elevata qualità alle cartolarizzazioni di prestiti che hanno determinate caratteristiche (Eurofi, 2014). In particolare, i prestiti sottostanti devono avere una probabilità di insolvenza su tre anni inferiore allo 0,4 per cento e l’originator deve mantenere una parte significativa del rischio. Si propone, inoltre, che la label venga attribuita dalla banca centrale e che i titoli beneficino di una garanzia pubblica (della BEI o delle banche di sviluppo nazionali) e di un trattamento prudenziale agevolato.

Lo sviluppo duraturo delle cartolarizzazioni richiederebbe anche un miglioramento dell'accesso alle informazioni. La valutazione dei rischi di alcune tipologie di operazioni è spesso ostacolata, soprattutto in Europa, dalla mancanza di dati sui prezzi. La trasparenza del mercato andrebbe promossa attraverso la raccolta di dati e l'elaborazione di indici e benchmark che consentano di valutare la performance degli attivi. Un esempio in questa direzione è l'iniziativa congiunta della BCE e della Banca d'Inghilterra sui requisiti informativi sugli attivi sottostanti³³.

Tuttavia, anche in una prospettiva di medio-lungo periodo, è tutt'altro che scontato che le banche riuscirebbero effettivamente ad avvalersi in misura significativa di cartolarizzazioni di prestiti alle PMI. Per esse, cartolarizzare i prestiti alle imprese è più costoso che farlo per altre tipologie di impieghi, quali i mutui ipotecari. I prestiti sono attivi più rischiosi e meno standardizzati; inoltre, generalmente non originano flussi di reddito regolari, come, ad esempio, fanno le rate di un mutuo. Per questo motivo le banche hanno sempre preferito cartolarizzare i mutui. Ciò si è riscontrato anche prima della recente crisi finanziaria globale, quando le banche non avevano difficoltà di bilancio, e anche in paesi dove i mercati finanziari sono particolarmente sviluppati, come gli Stati Uniti. In Europa alla fine del 2006, a fronte di un attivo composto per una parte rilevante di prestiti alle imprese, la quota di titoli derivanti da cartolarizzazioni di prestiti alle PMI era appena il 6 per cento. La cartolarizzazione di prestiti alle imprese non ha mai rappresentato una fonte di finanziamento rilevante per le banche, né un motivo per preferire i prestiti ad altri impieghi. È probabile, quindi, che non lo sarebbe neanche se il mercato tornasse ai livelli pre-crisi.

Un forte incentivo alle cartolarizzazioni di attivi rischiosi quali i prestiti alle PMI potrebbe essere esercitato dalla sottoscrizione da parte del settore pubblico di una quota delle tranche di titoli più rischiose. Questa modalità di assunzione del rischio di credito da parte del settore pubblico avrebbe un effetto simile alla concessione di garanzie su singoli prestiti, ma sarebbe a essa preferibile, perché la ripartizione dei rischi tra settore pubblico e settore privato verrebbe effettuata avvalendosi di meccanismi di mercato (l'incontro tra domanda e offerta sul mercato dei titoli emessi dalle società veicolo) e delle competenze di operatori professionali (quali, ad es., gli investitori istituzionali).

Anche in assenza di incentivi pubblici, è comunque condivisibile puntare a un rilancio del mercato delle cartolarizzazioni. Ma conviene farlo a partire dalle classi di attività che si prestano

³³ Dal 2012 l'“ABS Loan Level Initiative” della BCE individua i requisiti informativi degli ABS accettati come collaterale delle operazioni di rifinanziamento della banca centrale. Lo European Data Warehouse è l'infrastruttura che gestisce la raccolta e la trasmissione delle informazioni sulle operazioni di cartolarizzazione. Una iniziativa analoga è stata presa anche dalla Bank of England.

maggiormente (ad es., mutui immobiliari) e non necessariamente con i prestiti alle PMI. Qualunque tipologia di cartolarizzazione consente infatti alle banche di liberare risorse finanziarie, da potere riutilizzare anche nella erogazione di prestiti alle imprese.

II. Promozione della finanza non bancaria

Incentivi alla raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese

Il rafforzamento patrimoniale ha effetti positivi sulla capacità delle imprese di intraprendere investimenti a medio e a lungo termine, siano essi finalizzati all'espansione, alla ristrutturazione o all'innovazione³⁴.

Tra le politiche utili a incentivare il ricorso delle imprese al capitale di rischio, la Commissione ha identificato la neutralità del regime fiscale tra diverse forme di finanziamento. Una opzione è l'utilizzo dell'*allowance for corporate equity* (ACE), che consente alle imprese di dedurre dal reddito imponibile il rendimento figurativo dei nuovi apporti di capitale. Una misura analoga è stata introdotta in Italia nel 2011 e ulteriormente rafforzata nel 2013 e nel 2014³⁵; potrebbe essere utilmente estesa a quei paesi dove la tassazione del debito è più favorevole di quella sul capitale.

Riguardo alla quotazione in borsa, essa è un'opzione realistica per le imprese più grandi e con determinati requisiti patrimoniali e reddituali. Sgravi fiscali alla quotazione quali quelli recentemente introdotti in Italia possono accrescere la propensione ad accedere alla Borsa. Minore successo hanno invece avuto finora gli interventi volti a favorire la quotazione delle piccole e medie imprese, attraverso la creazione di mercati a loro dedicati e la semplificazione degli oneri amministrativi. Il caso italiano è particolarmente istruttivo³⁶. In Italia, la riluttanza delle imprese a quotarsi si spiega con il fatto che l'accesso ai mercati comporta oneri in relazione alla maggiore visibilità agli occhi del fisco, delle autorità di controllo e degli azionisti di minoranza. Vi contribuisce il fermo intento di mantenere il controllo dell'impresa, che in Italia è caratterizzata sia nell'assetto proprietario sia in quello gestionale da una elevata concentrazione nelle mani di pochi soggetti, spesso legati da rapporti familiari.

³⁴ Diversamente dal debito, il capitale azionario non richiede garanzie, consente ai finanziatori di beneficiare in misura maggiore dei rendimenti positivi di un progetto, non aumenta la rischiosità dell'impresa. Numerosi studi empirici, soprattutto relativi a imprese statunitensi, indicano che il capitale azionario favorisce l'innovazione (Brown et al, 2009; Acharya e Xu, 2012). Questo risultato è confermato per le imprese italiane (Micucci e Rossi, 2012, per le imprese quotate; Magri, 2013, per le non quotate).

³⁵ Nel 2013 la legge di stabilità ha aumentato il rendimento figurativo degli aumenti di capitale che si può portare in riduzione dal reddito imponibile; nel 2014 il decreto competitività ha potenziato l'incentivo per le imprese che si quotano (Gobbi, 2014).

³⁶ Si vedano Panetta (2013a, 2013b, 2014), Rossi (2013) e i riferimenti bibliografici ivi inclusi.

È importante, quindi, che, accanto a politiche che favoriscano la quotazione in borsa delle imprese, si adottino misure per lo sviluppo di strumenti di finanziamento alternativi, quali il private equity e il venture capital³⁷. In particolare, con riferimento al venture capital e al finanziamento di imprese di recente costituzione operanti in settori innovativi, lo strumento fiscale può aiutare a rendere più spesso un mercato che in alcuni paesi è ancora molto poco sviluppato, facilitando l'ingresso di intermediari privati³⁸. In Italia, ad esempio, sono stati introdotti incentivi fiscali agli investimenti in fondi di venture capital e in start-up innovative. Misure simili potrebbero essere rafforzate e armonizzate a livello europeo.

Collocamenti privati di debito

Il collocamento di debito presso gli investitori istituzionali (*private placement*) è un fenomeno molto diffuso negli Stati Uniti. Esso è una forma intermedia di finanziamento tra il credito bancario e l'emissione di titoli sul mercato, che permette alle imprese di ridurre sia i costi di emissione sia quelli connessi con la trasparenza nei confronti degli investitori. In Europa il collocamento privato di titoli è poco sviluppato. Un'eccezione interessante è rappresentata dai prestiti alle imprese collocati presso gli investitori istituzionali tedeschi (*Schuldscheindarlehen*)³⁹. Per promuovere lo sviluppo di un mercato dei collocamenti privati in Europa sarebbe auspicabile che fosse emanata una disciplina comunitaria per tali strumenti, al fine di superare la frammentazione dei mercati nazionali. In particolare, l'eterogeneità delle regole contabili e delle discipline fallimentari tra paesi costituiscono un ostacolo allo sviluppo di un mercato europeo. Un'altra importante area di armonizzazione riguarda la documentazione e le prassi del mercato, per le quali si stanno avviando iniziative del settore privato⁴⁰.

La complementarità tra banche e investitori istituzionali nel finanziamento dell'economia può essere perseguita anche in altri modi. In Italia, ad esempio, una legge recente consente alle assicurazioni di concedere finanziamenti diretti alle imprese (a condizione che siano affiancate da una banca che selezioni i prenditori dei fondi e che detenga, anche temporaneamente, un interesse

³⁷ Per un'analisi degli incentivi fiscali introdotti in Italia si veda Magliocco e Ricotti (2012).

³⁸ Per una discussione sull'importanza di incentivare il capitale di rischio in settori innovativi e per una rassegna dell'evidenza empirica si veda Bugamelli, Cannari, Lotti e Magri (2012). Si vedano anche Magliocco e Ricotti (2012, 2013).

³⁹ Gli *Schuldscheindarlehen* sono prestiti collocati privatamente. Questi strumenti, di diritto tedesco, sono tradizionalmente collocati presso banche cooperative, compagnie di assicurazione e fondi pensione e, in misura minore, presso investitori stranieri. I prestiti sono a tasso fisso o variabile, hanno una durata tra 2 e 10 anni, e importi tra i 10 e i 500 milioni. Vengono detenuti tipicamente fino alla scadenza, ma possono essere trasferiti con un accordo scritto tra le parti. Nel 2012 vi sono state 100 emissioni, per un controvalore complessivo di 13 miliardi; il totale dei prestiti in essere ammontava a 70 miliardi. Mercati di strumenti di debito non quotati, anche se di dimensione minore di quello tedesco, si stanno affemando anche in Francia (Euro PP) e nel Regno Unito.

⁴⁰ L'International Capital Market Association (ICMA), assieme ad altri operatori, sta lavorando alla standardizzazione della documentazione e alla diffusione di best practices.

nell'operazione, oppure che abbiano un'apposita autorizzazione rilasciata dall'autorità di vigilanza)⁴¹.

European Long-Term Investment Funds (ELTIF)

Il recente aumento di collocamenti privati di debito di imprese europee sul mercato statunitense suggerisce che tale forma di finanziamento è ostacolata anche da uno scarso interesse da parte degli intermediari finanziari europei, presumibilmente connesso con le caratteristiche del sistema finanziario europeo. A ciò potrebbe sopperire lo sviluppo di intermediari specializzati quali i fondi di credito, in grado di aiutare compagnie di assicurazione, fondi pensione e altri fondi a investire in strumenti di debito non quotati.

La Commissione ha recentemente proposto un regolamento che disciplina un nuovo intermediario finanziario di quel tipo, denominato European Long-Term Investment Fund o ELTIF. Durante la Presidenza greca il Consiglio europeo ha raggiunto un compromesso sulla proposta; alla Presidenza italiana spetterà dunque di condurre la fase del “trilogo” con il Parlamento e la Commissione.

Gli ELTIF sono fondi chiusi specializzati nel finanziamento di imprese e progetti infrastrutturali, che rientrano nella categoria più ampia dei fondi di investimento alternativi. Essi possono investire sia nel capitale di rischio sia in strumenti di debito e possono essere collocati anche presso investitori retail. A causa dei particolari rischi di credito e di liquidità che caratterizzano gli investimenti di lungo periodo, la regolamentazione deve affrontare aspetti rilevanti sia per la protezione degli investitori sia per la stabilità degli intermediari. I principali profili di rischio che occorre presidiare sono: il controllo dei conflitti di interesse tra sponsor, gestori e investitori (trasparenza degli investimenti, schemi di remunerazione, presidi organizzativi), la gestione dei rischi di investimento (la capacità professionale dei gestori, i sistemi di controllo interni, la definizione delle attività in cui il fondo può investire, i limiti alla leva finanziaria), i rischi connessi con la trasformazione delle scadenze (durata del fondo, limiti alla possibilità di richiedere rimborsi anticipati, politiche di disinvestimento all'approssimarsi della scadenza del fondo)⁴².

⁴¹ Si tratta del decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. decreto competitività), convertito con legge 11 agosto 2014, n. 116, che ha ampliato le tipologie di intermediari finanziari cui è consentito erogare credito alle imprese. È ora in corso di definizione il quadro regolamentare da parte dell'IVASS (l'autorità di vigilanza sulle assicurazioni), che stabilisce condizioni e limiti operativi per lo svolgimento dell'attività di erogazione del credito (IVASS, 2014).

⁴² Negli Stati Uniti un ruolo importante nell'erogazione del credito è svolto dalle *business development companies* (BDC), società che raccolgono capitale da clientela sia istituzionale sia al dettaglio e investono prevalentemente in

Attualmente in Europa questi fondi sono poco sviluppati e la normativa è frammentata tra i vari paesi; regole standardizzate a livello europeo ne favorirebbero la diffusione, consentendo a tali fondi di raccogliere e investire in tutti i paesi comunitari. Il regolamento sugli ELTIF ha l'obiettivo di fornire un quadro normativo comune⁴³.

Al fine di favorire il collocamento di quote dei nuovi fondi presso i vari mercati, superando la frammentazione dei canali distributivi nazionali e sostenendo la liquidità delle quote sul mercato secondario, sarebbe utile creare piattaforme e/o mercati europei che consentano agli investitori di reperire informazioni sui fondi presenti nei vari paesi e di acquistarli o venderli direttamente.

Vi è tuttavia incertezza sulla possibilità per queste nuove forme di intermediazione di affermarsi rapidamente. Lo sviluppo di canali alternativi al credito bancario può essere ostacolato, infatti, anche da altri fattori, quali l'insufficiente domanda di finanziamenti da parte delle imprese (il loro costo può essere elevato rispetto a quello del credito bancario) o lo scarso interesse da parte degli investitori (il profilo di rischio/rendimento di questi nuovi strumenti potrebbe non rispondere alle esigenze degli investitori, oppure gli investimenti potrebbero essere penalizzati da limiti regolamentari).

Miglioramento delle informazioni sulle imprese e sulle opere infrastrutturali

Una condizione indicata in molte analisi come potenzialmente rilevante per lo sviluppo dell'intermediazione non bancaria è il miglioramento dell'accesso degli investitori alle informazioni di bilancio delle imprese. Il ruolo prevalente del credito bancario nel finanziamento delle PMI europee riflette, infatti, anche il vantaggio informativo delle banche rispetto ad altri intermediari. Analogamente, la disponibilità di informazioni adeguate sulle singole opere infrastrutturali è un fattore chiave per favorire la partecipazione del settore privato al loro finanziamento.

Il sistema finanziario deve potenziare la propria capacità di produrre ed elaborare informazioni sulle imprese e le infrastrutture. Servono banche dati che raccolgano le informazioni e

debito e capitale di rischio di piccole e medie imprese (Wells Fargo Securities, 2013). Negli ultimi anni le BDC hanno registrato un forte sviluppo; a fine 2013 i prestiti al loro attivo erano 46 miliardi. A differenza dei credit fund, che hanno la forma giuridica di fondi chiusi, non hanno una scadenza predeterminata e la maggior parte di esse è quotata su mercati regolamentati. La normativa prevede regole su leverage massimo, diversificazione e trasparenza dei portafogli; inoltre, la parte prevalente dei guadagni deve provenire da interessi e dividendi e deve essere distribuita sotto forma di dividendi.

⁴³ In Italia, il menzionato decreto competitività (convertito con legge 11 agosto 2014, n. 116) consente anche ai fondi comuni di erogare credito alle imprese. Le modifiche della normativa secondaria verranno realizzate nell'ambito del recepimento della direttiva sugli Alternative Investment Fund Managers (AIFMD). La normativa prevede regole prudenziali (limiti sul leverage e sulla concentrazione degli attivi) e presidi di governance per la gestione dei rischi e dei conflitti di interesse.

le rendano accessibili agli investitori, nonché servizi di analisi finanziaria che aiutino investitori e intermediari a valutare tali informazioni. L'accesso a dati standardizzati aiuterebbe l'industria finanziaria a sviluppare indici settoriali e servizi di valutazione del merito di credito delle imprese e dei singoli progetti; favorirebbe altresì l'offerta transfrontaliera di servizi finanziari. Diventerebbe così più agevole per gli investitori diversificare i loro portafogli acquisendo una esposizione alle PMI o alle infrastrutture. Tra le possibili iniziative vi sono: (i) l'armonizzazione delle centrali dei rischi nazionali, nonché l'eventuale varo di una centrale dei rischi europea; (ii) la ricerca di un maggiore grado di standardizzazione e di trasparenza delle informazioni sulle PMI e sui progetti infrastrutturali, sia nei singoli paesi sia a livello europeo; (iii) la creazione di un banca dati europea che raccolga e armonizzi le principali informazioni di bilancio delle imprese, in particolare quelle di minore dimensione, nonché il varo di una piattaforma europea dei piani infrastrutturali dei singoli paesi, in cui confluiscano i progetti relativi a tutti i livelli della pubblica amministrazione.

III. Utilizzo più efficiente delle risorse pubbliche

Alcune politiche possono promuovere un utilizzo più efficiente delle risorse pubbliche. I principali ambiti di intervento sono: (i) garanzie pubbliche e incentivi fiscali; (ii) razionalizzazione degli strumenti e delle procedure nazionali per il finanziamento delle infrastrutture; (iii) rafforzamento degli strumenti finanziari comunitari.

Garanzie pubbliche e incentivi fiscali

Uno strumento di sostegno pubblico al credito a cui si è fatto ampio ricorso dopo la crisi finanziaria sono gli schemi di garanzia pubblica sui prestiti, già discussi nel sottoparagrafo 3.I sul credito bancario⁴⁴.

Nello sviluppo del capitale di rischio, un ruolo centrale può essere svolto dalla tassazione (si veda, sopra, il sottoparagrafo 3.II). Gli incentivi fiscali possono essere usati anche per la promozione di forme di risparmio a lungo termine, come gli schemi pensionistici a capitalizzazione nel caso italiano (Cesari, Grande, Panetta, 2008).

⁴⁴ Un altro meccanismo attraverso cui il settore pubblico può favorire il finanziamento degli investimenti facendosi carico di rischi finanziari è attraverso l'offerta di titoli di Stato. Nei paesi avanzati, un'adeguata disponibilità di titoli a lungo termine e di titoli indicizzati all'inflazione consente agli operatori di mercato di tracciare le curve dei rendimenti nominali e reali (essenziali per la valutazione delle attività rischiose) e di scambiare contratti derivati (come, ad es., gli inflation swaps). Essa inoltre agevola la gestione dei rischi da parte degli investitori istituzionali con passività a lungo termine, quali i fondi pensione e le compagnie di assicurazione. Analogamente, il settore pubblico potrebbe svolgere un ruolo chiave anche nello sviluppo di strumenti finanziari indicizzati al rischio di longevità, di cui potrebbero avvalersi fondi pensione e compagnie di assicurazione (Group of Ten, 2005, Blake, Boardman and Cairns, 2013).

Finanziamento delle infrastrutture

La qualità della programmazione finanziaria e degli studi di fattibilità dei progetti, il corretto disegno e l'appropriata gestione delle procedure di aggiudicazione è essenziale per la partecipazione degli investitori istituzionali e dei mercati al finanziamento delle infrastrutture (Banca d'Italia 2011 e 2012 e HLEG, 2013).

Innanzitutto, le amministrazioni pubbliche dovrebbero formulare piani di investimento pluriennali e sufficientemente stabili che garantiscano certezza della disponibilità delle risorse e permettano alle istituzioni finanziarie di programmare la propria partecipazione, impiegando risorse sia professionali sia finanziarie. In secondo luogo, occorrerebbe promuovere il ricorso a linee guida e documenti standard che possano orientare le amministrazioni aggiudicatrici e il mercato, contenendo i costi di consulenza legale per gli investitori connessi ai singoli interventi. Infine, sarebbe necessario sviluppare le competenze e le professionalità delle amministrazioni responsabili, anche attraverso un maggiore accentramento della committenza pubblica e il ricorso a organismi specializzati, per migliorare la qualità degli studi di fattibilità, del processo di selezione dei contraenti e dei controlli sullo stato di avanzamento dei progetti.

Le politiche dovrebbero favorire la condivisione delle best practices tra le amministrazioni (in particolare, sull'uso sistematico delle analisi costi-benefici e sul grado di trasparenza dei progetti). Sarebbe utile diffondere l'utilizzo di contratti standard per facilitare il ricorso a partenariati pubblico-privati⁴⁵, assicurando nel contempo appropriati sistemi di controllo della gestione delle opere.

Strumenti finanziari comunitari

Altri possibili interventi riguardano il rafforzamento degli strumenti finanziari gestiti da Commissione, BEI e FEI per il finanziamento delle imprese e delle infrastrutture⁴⁶. Tra questi vi sono gli *Euro project bonds*, le *Public-Private Partnerships*, i *debt funds* o *infrastructural funds* e i programmi per la concessione di garanzie (anche su cartolarizzazioni). Questi strumenti, previsti nell'ambito del Multiannual Financial Framework della UE per il 2014-2020, permettono un uso più efficiente delle risorse pubbliche rispetto a strumenti più tradizionali, quali i sussidi o i prestiti, in quanto mirano a coinvolgere le risorse di investitori privati.

⁴⁵ Della Croce (2013), Araújo e Sutherland (2010) e Cori, Giorgiantonio e Paradisi (2010).

⁴⁶ Commissione europea (2011).

La Commissione e il Consiglio europeo propongono di favorire forme di cooperazione tra banche di sviluppo nazionali (quali la Cassa Depositi e prestiti in Italia) e le istituzioni finanziarie europee (BEI e FEI), come richiesto dal Consiglio europeo.

Sarebbe inoltre utile predisporre strumenti o programmi finanziari comunitari che consentano l'utilizzo congiunto dei fondi BEI, dei fondi strutturali dei vari paesi e di altri fondi comunitari. In questa direzione andrebbe la "SME initiative" (cfr. il paragrafo 2.b), che propone l'utilizzo di strumenti comuni per la concessione di garanzie su prestiti e operazioni di cartolarizzazione. Considerato lo stato dei bilanci pubblici in molti paesi, il finanziamento di iniziative di questo tipo richiede verosimilmente di distogliere fondi da strumenti nazionali (in Italia, ad es., dal Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese); il loro costo opportunità deve dunque essere valutato attentamente, considerando che i fondi nazionali sono gestiti dalle amministrazioni pubbliche dei singoli paesi secondo procedure consolidate e con determinati gradi di efficienza. Il vantaggio di predisporre strumenti che siano finanziati mettendo in comune le risorse dovrebbe tuttavia essere considerevole. Gli obiettivi sono molteplici: avvalersi della competenza e della credibilità della BEI nella gestione di questi strumenti, consentire l'accesso a un mercato più ampio, favorire la diffusione di *best practices* tra operatori pubblici. L'unione delle risorse in programmi e portafogli più ampi permetterebbe, inoltre, una migliore diversificazione dei rischi e aumenterebbe l'efficienza delle operazioni. La creazione di strumenti standardizzati a livello europeo, sostenuti da meccanismi di garanzia gestiti in modo accentrato, avrebbe effetti positivi anche sul grado di liquidità del mercato.

Riferimenti bibliografici

- Al-Darwish A.I., G. Impavido, M. Hafeman, M. Kemp, P. O'Mailley (2011), "Possible unintended consequences of Basel III and Solvency II", IMF Working Paper 187, agosto 2011.
- Angelini P., G. Grande, F. Panetta (2014), "The negative feedback loop between banks and sovereigns", Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, n. 213, gennaio 2014.
- Araújo S., D. Sutherland (2010), "Public-Private Partnerships and Investment in Infrastructure," OECD Economics Department Working Papers 803, 2010.
- Banca d'Italia (2011), "Le infrastrutture in Italia: dotazione, programmazione, realizzazione". Seminari e convegni, 7, aprile 2011.
- Banca d'Italia (2012), "L'efficienza della spesa per infrastrutture", Seminari e convegni, 10, giugno 2012.
- Banca d'Italia (2013a), "The sovereign debt crisis and the euro area", Banca d'Italia Workshops and Conferences Series, n. 14, luglio 2013.

- Banca d'Italia (2013b), "Rapporto sulla stabilità finanziaria", novembre 2013.
- Bank of England, European Central Bank (2014a), "The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them", aprile 2014.
- Bank of England, European Central Bank (2014b), "The case for a better functioning securitization market in the European Union", Discussion paper, May 2014.
- Barbagallo C. (2014), "Credito e regolamentazione. Un sistema finanziario stabile e orientato alla crescita", intervento alla conferenza "L'Industria bancaria verso gli anni 2020: rigenerazione manageriale", Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa in collaborazione con l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, Perugia, marzo 2014.
- Blake D., T. Boardman, A. Cairns (2013), "Sharing Longevity Risk: Why Governments Should Issue Longevity Bonds", Pensions Institute Discussion Paper, No. PI-1002.
- Bofondi M., L. Carpinelli, E. Sette (2013), "Credit Supply During a Sovereign Crisis", in Banca d'Italia, "The sovereign debt crisis and the euro area", Banca d'Italia Workshops and Conferences Series, n. 14, luglio 2013.
- Bugamelli M., L. Cannari, F. Lotti, S. Magri (2012), "Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi", Questioni di economia e finanza, Banca d'Italia, n. 121, aprile 2012.
- Cecchetti S. G., E. Kharroubi (2012), "Reassessing the Impact of Finance on Growth", BIS Working Papers, 2012.
- Cesari R., G. Grande, F. Panetta (2008), "Supplementary Pension Schemes in Italy: Features, Development and Opportunities for Workers," *Giornale degli Economisti*, vol. 67(1), pp. 21-73.
- CGFS, Committee on the Global Financial System (2007), "Institutional Investors, Global Savings and Asset Allocation", Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, n. 27, febbraio 2007.
- CGFS, Committee on the Global Financial System (2011a), "The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions", CGFS Papers, No. 43, luglio 2011.
- CGFS, Committee on the Global Financial System (2011b), "Fixed income strategies of insurance companies and pension funds", Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, n. 44, luglio 2011.
- Commissione europea (2011), "A framework for the next generation of innovative financial instruments - the EU equity and debt platforms", Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM(2011) 662, ottobre 2011.
- Commissione europea (2013), "Green Paper on long-term financing of the European Economy", COM(2013) 150, marzo 2013.
- Commissione europea (2014), "Long-term financing of the European economy", Communication from the Commission to the European Parliament and the Council, COM(2014) 168, marzo 2014.

- Cori R., C. Giorgiantonio, I. Paradisi (2010), “Allocazione dei rischi e incentivi per il contraente privato: un’analisi delle convenzioni di project financing in Italia”, *Questioni di Economia e Finanza*, 82, Banca d’Italia, 2010.
- De Vincenzo A., G. Ricotti (2014), “L’utilizzo della fiscalità in chiave macroprudenziale: l’impatto di alcune recenti misure tributarie sulla prociclicità e sulla stabilità delle banche”, *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, Banca d’Italia, n. 1, 2014.
- Del Giovane P., A. Nobili, F. M. Signoretti (2013), “Supply tightening or lack in demand: Is the sovereign debt crisis different from Lehman?”, in Banca d’Italia, “The sovereign debt crisis and the euro area”, *Banca d’Italia Workshops and Conferences Series*, n. 14, luglio 2013.
- Della Croce R. (2013), “Trends in large pension funds investment in infrastructure”, *OECD Working Paper on Finance, Insurance and Private Pension*, 29, 2013.
- Della Croce R., J. Yermo (2013), “Institutional investors and infrastructure financing”, *OECD Working Paper on Finance, Insurance and Private Pension*, 36, ottobre 2013.
- EIOPA (2013a), “Technical Findings on the Long-Term Guarantees Assessment”, 13/296, giugno 2013.
- EIOPA (2013b), “Technical Report on Standard Formula Design and Calibration for Certain Long-Term Investments”, 13/513, dicembre 2013.
- Ehlers T. (2014), “Understanding the challenges for infrastructure finance”, *BIS Working Papers* n. 454, agosto 2014.
- Ervin C. (2012), “Long-term investors: Getting the model right”, *OECD Observer*, n. 290-291, Q1-Q2 2012.
- Eurofi (2014), “Conditions for revitalising securitisation based on Prime High Quality Securitisations (PHQS) of SME loans”, *The Eurofi Forum 2014*, Milano 2014.
- FSB (2013), “Financial regulatory factors affecting the availability of long-term investment finance”, *Rapporto per il G20*, febbraio 2013.
- FSB (2014), “Update on financial regulatory factors affecting the supply of long-term investment finance”, *Rapporto per il G20*, settembre 2014.
- Gobbi G. (2013), “Audizione nell’ambito dell’indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali, Testimonianza di Giorgio Gobbi”, *Camera dei Deputati*, 16 ottobre 2013.
- Gobbi G. (2014), “Audizione nell’ambito dell’esame del disegno di legge n. 1541, concernente la conversione in legge del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91”, *Senato della Repubblica*, 9 luglio 2014.
- G10, Group of Ten (2005), “Ageing and pension system reform: implications for financial markets and economic policies”, *OECD Financial Market Trends*, 89, Supplement 1.
- Group of Thirty (2013), “Long-term Finance and Economic Growth”, *Rapporto per il G20*, febbraio 2013.
- G20, Group of Twenty (2013a), “G20 leader declaration”, *Saint Petersburg Summit*, settembre 2013.

- G20 Study Group on Financing for Investment (2013), “G20 Workplan on Financing for Investment - Study Group’s Findings and Ways Forward”, luglio 2013.
- HLEG (2013), “Finance for growth. Report of the high-level expert group on SME and infrastructure financing”, dicembre 2013.
- IMF (2014), “Euro Area Policies – Selected Issues”, giugno 2014.
- IOSCO (2010), “Transparency of Structured Finance Products”, Consultation report.
- IVASS (2014), Documento di consultazione n. 9/2014, agosto 2014.
- Levine R. (2005), “Finance and Growth: Theory and Evidence”, Handbook of Economic Growth, ed. P. Aghion and Durlauf, vol.1, part A, chapter 12, pages 865-964, 2005.
- Magliocco A., G. Ricotti (2012), “Venture Capital Funds and the New Tax Framework in Italy”, European Taxation, vol. 52, n. 2/3.
- Magliocco A., G. Ricotti (2013), “The new framework for the taxation of venture capital in Italy”, Questioni di economia e finanza, Banca d’Italia, n. 167.
- Magri S. (2007), “The financing of small innovative firms: The Italian case”, Temi di discussione, Banca d’Italia, 640, settembre 2007.
- Micucci G., P. Rossi (2012), “Financing R&D investments: relationship lending or financial markets?”, Atti della conferenza “Le trasformazioni dei sistemi produttivi locali”, Banca d’Italia, Bologna, febbraio 2012.
- OCSE (2013a), “The role of banks, equity markets and institutional investors in long-term financing for growth and development”, Rapporto per il G20, febbraio 2013.
- OCSE (2013b), “G20/OECD High-Level Principles on Long-Term Investment Financing by Institutional Investors”, luglio 2013.
- OCSE (2013c), “Financing SMEs and Entrepreneurs 2013: An OECD Scoreboard”, OECD: Parigi.
- Panetta F. (2013a), “Banche, Finanza, Crescita”, intervento alla conferenza “Oltre la crisi: quale futuro per le banche italiane?”, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa in collaborazione con l’Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, Perugia, 23 marzo 2013.
- Panetta F. (2013b), “Il credito e il finanziamento delle imprese”, intervento alla conferenza “Reload Banking. La banca del domani per un nuovo sviluppo dell’Italia”, Federazione delle banche di credito cooperativo Lazio Umbria Sardegna, Roma, 21 giugno 2013.
- Panetta F. (2014), “Un sistema finanziario per la crescita”, intervento alla conferenza “Il risparmio degli italiani è al sostegno della crescita?”, The Adam Smith Society, Milano, 27 gennaio 2014.
- PCS (2013), “Europe in transition, bridging the funding gap”, White Paper, marzo 2013.
- Perraudin W. (2014), “High Quality Securitisation: An Empirical Analysis of the PCS Definition”, PCS.
- Rossi S. (2013), “Finanza e crescita dopo la crisi”, intervento presso la Community CIB della SDA Bocconi, 14 novembre 2013.
- Rossi S. (2014), “Una finanza per lo sviluppo”, conferenza presso la Banca Popolare di Sondrio, 12 settembre 2014.

- Severinson C., J. Yermo (2012), “The Effect of Solvency Regulations and Accounting Standards on Long-Term Investing”, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, 30, dicembre 2012.
- Signorini L. F. (2013), “EU Finance Day for SMEs”, Roma, 18 ottobre 2013.
- S&P (2013), “Transition Study: Six Years On, Only 1.5% of European Structured Finance Has Defaulted”, dicembre 2013.
- Visco I. (2013a), Considerazioni finali del Governatore sul 2012, Roma, 31 maggio 2013.
- Visco I. (2013b), Intervento del Governatore della Banca d’Italia all’assemblea annuale dell’Associazione Bancaria Italiana, Roma, 10 luglio 2013.
- Visco I. (2014a), Intervento del Governatore della Banca d’Italia al congresso annuale Assiom Forex, Roma, 8 febbraio 2014.
- Visco I. (2014b), Considerazioni finali del Governatore sul 2013, Roma, 30 maggio 2014.
- Visco I. (2014c), Intervento del Governatore della Banca d’Italia all’assemblea annuale dell’Associazione Bancaria Italiana, Roma, 10 luglio 2014.
- Wells Fargo Securities (2013), “The BDC Almanac - Part Deux”, Equity research, Specialty Finance, gennaio 2013.
- World Bank (2013a), “Long-Term Investment Financing for Growth and Development: Umbrella Paper”, Rapporto per il G20, febbraio 2013.
- World Bank (2013b), “Trends in Long-Term Cross-Border Debt Financing to Developing Countries”, Rapporto per il G20, febbraio 2013.
- World Bank (2013c), “Long-Term Financing of Infrastructure: A Look at Non-Financial Constraints”, Rapporto per il G20, febbraio 2013.