

## Relazione

Salvatore  
Rossi



### *“Crescita economica e struttura finanziaria: considerazioni sul caso italiano”*

#### 1. Il ritorno alla crescita dell'economia italiana

L'economia mondiale vive da alcuni anni una stagione di crescita intensa e generalizzata che ha pochi precedenti storici. Ne sono protagonisti l'economia americana e le economie asiatiche, *in primis* i colossi cinese e indiano. L'economia europea fino a poco tempo fa arrancava a confronto con questi corridori, perché era come presa in mezzo a una tenaglia. A determinarla stavano due fondamentali mutamenti di scenario che sono diventati evidenti nell'ultimo decennio.

In primo luogo, si sono scoloriti i confini nazionali nei commerci, per l'irruzione delle potenze economiche emergenti, asiatiche e non. In questo consiste la “globalizzazione” dei mercati. E' un fenomeno non inedito nella storia delle economie moderne, ma comunque di enorme portata. Esso si è accompagnato, per coincidenza in parte non casuale, a un altro fenomeno raro, di quelli che accadono una volta per secolo: un cambio di paradigma tecnologico.

Da oltre un decennio è in corso una vasta ristrutturazione dei sistemi produttivi in tutta l'area industrialmente avanzata del mondo. Le tendenze generali che la caratterizzano si possono così riassumere: vengono adottate in tutte le produzioni nuove tecno-

logie “trasversali” (cioè multiuso: microelettronica, informazione-comunicazione, biotecnologie); le imprese che le utilizzano appartengono a un ampio spettro di settori, non solo a quelli ad alta intensità tecnologica; in particolare, l'adozione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT) determina una vera e propria rivoluzione industriale: le imprese coinvolte attraversano profonde riorganizzazioni, funzionali a quelle tecnologie, mutano la gamma dei prodotti e i processi produttivi, cambiano composizione e qualità del capitale impiegato, sia fisico sia umano.

In Europa l'adattamento al nuovo paradigma produttivo centrato sulle ICT è stato finora tardivo e parziale, soprattutto in confronto con gli Stati Uniti. Questa è la causa principale del netto rallentamento della crescita economica dell'Unione europea nell'ultimo decennio, a fronte di una forte accelerazione della crescita americana nello stesso periodo. Ne sono controprova la fragilità della specializzazione produttiva nel vecchio continente e la sua evoluzione recente.

Il rallentamento europeo è tuttavia il risultato di rinnovate e accresciute disparità fra singoli paesi.

Da una parte si collocano i paesi del Nord Europa – Danimarca, Svezia, Finlandia, Irlanda, Regno Unito – che hanno raggiunto

sostenute dinamiche di crescita in questi ultimi anni e vantano standard comparabili con quelli nord-americani in tema di adattamento alle nuove tecnologie. Dall'altra parte stanno le grandi economie continentali – Francia, ma soprattutto Germania e Italia – che hanno modificato poco le loro strutture produttive e hanno registrato deludenti performance di crescita nel periodo più recente.

L'Italia ha condiviso i problemi europei con un sovrappiù di gravità. La stagnazione in cui l'economia italiana era caduta fino al 2005 l'aveva già relegata, insieme alla Germania, all'ultimo posto nella graduatoria europea della crescita. Dallo scorso anno l'economia italiana è in ripresa, in sincronia con la ripresa europea, ma la sua capacità di crescere resta più bassa di quella di tutti gli altri, inclusa ora la stessa Germania. Il tasso annuo di crescita potenziale è da noi inferiore all'1,5 per cento, più basso del già modesto tasso medio europeo.

La debolezza del nostro sistema produttivo ha cause di natura strutturale, che risalgono molto indietro nel tempo e sono analizzabili sotto tre aspetti: chi produce, che cosa si produce, come si produce.

La struttura industriale italiana è fortemente frammentata. Essa continua a insistere - a differenza di quelle degli altri maggiori paesi europei – su una numerosissima congerie di piccole e pic-

colossime imprese, su poche grandi imprese e su una presenza ancora scarsa, per quanto in crescita, di imprese di media dimensione. La piccola impresa italiana, pur dinamica e flessibile, è però refrattaria a crescere, e finisce così per condizionare la capacità di ricerca-innovazione e la presenza all'estero del sistema produttivo italiano, che rimangono deboli e sottodimensionate rispetto all'evoluzione tecnologica e di mercato.

Il modello di specializzazione produttivo-tecnologica dell'economia italiana, chiaramente influenzato dalla struttura dimensionale del sistema, presenta spiccate peculiarità rispetto ai maggiori partner europei: è concentrato nei settori dei beni di consumo tradizionali e della meccanica strumentale a forte diversificazione d'offerta, con predominanza della piccola e media impresa; è poco presente nei settori dove predominano le imprese di grandi dimensioni e sono rilevanti le economie di scala, e soprattutto nei settori in cui il contenuto tecnologico e le spese di R&S sono maggiori (chimica, farmaceutica, nuovi materiali, elettronica, informatica).

Le due peculiarità strutturali prima ricordate – dimensione e specializzazione – pesano a loro volta su un terzo fattore critico: l'efficienza produttiva. La stagnazione di medio-lungo periodo della produttività media del lavoro in Italia va attribuita in misura prevalente al deterioramento della cosiddetta produttività totale dei fattori, cioè della capacità di combinare in maniera efficiente la dotazione totale dei fattori produttivi, più che a una deficienza di investimenti o d'intensità di capitale. Tale deterioramento si riconnette al vistoso

ritardo con cui le nuove tecnologie si vanno radicando nel sistema produttivo italiano.

A mantenere compressa la dimensione media d'impresa, arretrata la specializzazione produttiva e stagnante la produttività concorrono alcuni fondamentali handicap del sistema-paese:

- una cultura giuridico-amministrativa arcaica e indifferente, quando non ostile, alle ragioni dell'efficienza e del mercato;
- un difetto di concorrenza nei mercati dei beni e, soprattutto, dei servizi, a cominciare da quelli di pubblica utilità;
- un sistema nazionale di innovazione e di istruzione inadeguato: la ricerca pubblica è complessivamente insufficiente nella qualità (al di là di lodevoli eccezioni), la ricerca privata nella quantità, entrambe lo sono nella capacità di dialogare e coordinarsi; l'istruzione superiore è burocratizzata e largamente inefficiente;
- un contesto normativo, fiscale e finanziario che non invoglia gli imprenditori piccolo-medi a compiere salti dimensionali aprendo il capitale delle loro imprese familiari al mercato.

Questi difetti strutturali del sistema economico italiano rappresentano altrettante difficili sfide per una politica economica che voglia rilanciare la produttività, la competitività e la crescita di lungo periodo.

In questo intervento svolgerò qualche considerazione sul quarto punto, e in particolare sul tema della adeguatezza della struttura finanziaria italiana ad accompagnare e a sostenere i processi di ristrutturazione dell'apparato produttivo che si rendono necessari per riportare l'econo-

mia del Paese su un sentiero di crescita rapida e durevole.

Vi sono primi segnali, ancora sporadici e non sempre univoci, che qualcosa si stia muovendo nel mondo della produzione. La vivacità, in parte inattesa, della ripresa congiunturale che stiamo osservando dallo scorso anno potrebbe in parte riflettere gli effetti iniziali di processi ristrutturativi in corso.

A maggior ragione è essenziale che la finanza, cioè l'elemento del contesto esterno alle imprese produttive che è loro più prossimo, faccia la sua parte, in modo attivo e consapevole.

In quanto segue mi soffermerò dapprima, brevemente, sui cambiamenti avvenuti in questi anni nei mercati finanziari internazionali per poi mettere a fuoco alcune questioni riguardanti il finanziamento delle imprese in Italia che mi paiono rilevanti nella fase di transizione, che l'economia italiana sta vivendo, verso equilibri dinamici di crescita più avanzati.

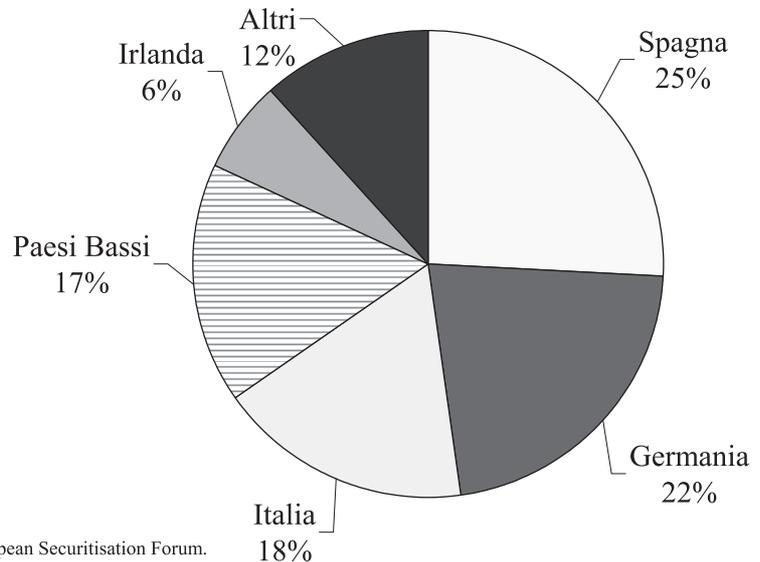
## 2. I cambiamenti nei mercati finanziari internazionali

Negli ultimi 15 anni molti dei confini nazionali fra mercati finanziari sono scomparsi. Sotto la spinta delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione sono emersi strumenti, mercati e intermediari in grado di allocare risorse e rischi su ampia scala. E' cambiata la morfologia dei sistemi finanziari: da un lato è fortemente cresciuto il ruolo dei mercati, dall'altro si sono formati conglomerati finanziari di enormi dimensioni che operano a livello mondiale. Il totale dell'attivo di bilancio di gruppi come Barclays o di Citigroup è equiparabile al

prodotto interno lordo italiano (cfr. figura 1).

In Europa, l'introduzione della moneta unica e l'allargamento dell'Unione verso est hanno costituito un fattore aggiuntivo di integrazione finanziaria. I differenziali di rendimento dei titoli obbligazionari tra i paesi dell'area riflettono sempre meno disuguaglianze nei mercati nazionali e sempre più fattori legati all'emittente (rischio di credito) o alle caratteristiche dei contratti (presenza del rating, scadenza). Nell'attività bancaria cresce il peso delle operazioni cross border, anche se ancora prevalentemente nel segmento all'ingrosso. L'aumento delle aggregazioni tra intermediari residenti in paesi diversi costituisce tuttavia un potente fattore di integrazione anche dei mercati al dettaglio. Nell'ultimo biennio oltre il 40 per cento dell'attività di fusione e acquisizione tra banche è avvenuta *cross-border*, contro il 14 per cento nel quinquennio 2000-2004. Alla fine del 2005 oltre il 15 per cento del totale delle attività bancarie dell'area dell'euro era riconducibile a filiali e filiazioni estere, a fronte del 10 del 2001. Sta anche velocemente cambiando il modello di intermediazione bancaria. Alla raccolta di depositi per finanziare progetti di investimento illiquidi e rischiosi si affianca la funzione di *originator* di prestiti che vengono poi trasferiti attraverso il mercato verso una pluralità di controparti, tipicamente investitori istituzionali. L'ingegneria finanziaria scompone e incanala su mercati separati le diverse categorie di rischio tipiche di ogni operazione di credito (liquidità, credito, eccetera). Per questa via anche modalità di finanziamento negoziate su base bilaterale, come i prestiti bancari,

Figura 1  
CARTOLARIZZAZIONI DI PRESTITI BANCARI NELL'AREA DELL'EURO (composizione percentuale)



Fonte: European Securitisation Forum.

accedono al mercato globale delle risorse.

I nuovi strumenti di trasferimento del rischio aumentano la liquidità degli intermediari e ne riducono le esigenze di finanziamento tramite depositi. Allo stesso tempo, il trasferimento del rischio di credito sul mercato allenta i vincoli imposti dai requisiti patrimoniali minimi di capitale, rendendo possibile, a parità di condizioni, un'espansione dell'offerta di fondi.

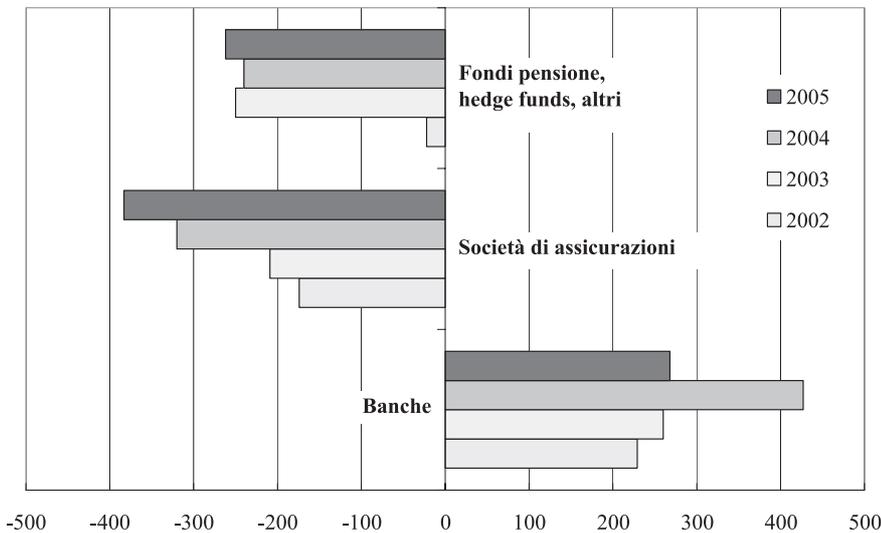
Il mercato della cartolarizzazione di portafogli di prestiti, che fino alla metà degli anni novanta era limitato agli Stati Uniti e ai mutui garantiti da immobili residenziali, ha registrato una crescita esponenziale, interessando nuove tipologie di prestiti ceduti e nuove aree geografiche.

Nell'area dell'euro il volume dei prestiti cartolarizzati nel 2006 è stato pari a 170 miliardi, che equivale a circa il 2 per cento del totale del credito bancario. Quasi un quinto delle cartolarizzazioni ha riguardato prestiti di residenti

nel nostro paese (cfr. figura 1), in larga misura costituiti da mutui concessi a fronte dell'acquisto di immobili.

In meno di dieci anni si è sviluppato, fino ad assumere proporzioni assai rilevanti, il mercato dei derivati di credito. Questi strumenti consentono di dissociare l'attività di finanziamento dal rischio di insolvenza. Le banche, che tipicamente godono di vantaggi comparati nella selezione della clientela e nell'erogazione del credito, possono trasferire una parte dei rischi a operatori che intendono acquistarli in una logica di diversificazione dei portafogli: compagnie di assicurazione, fondi pensione, *hedge funds* (cfr. figura 2). La localizzazione degli investitori ai quali viene trasferito il rischio è a volte molto lontana dal paese nel quale ha sede l'impresa finanziata. Sulla base di un'indagine condotta tra i principali operatori del mercato europeo, nel biennio 2005-2006 un quarto del rischio connesso con i *Collateralized Debt*

Figura 2  
ACQUIRENTI NETTI (VALORI POSITIVI)/VENDITORI NETTI (VALORI NEGATIVI) DI  
PROTEZIONE DEL RISCHIO DI CREDITO (MILIARDI DI EURO)



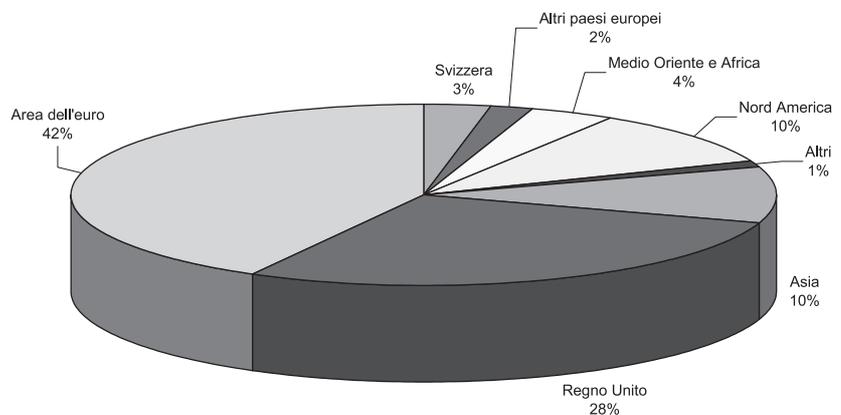
Fonte: Fitch-IBCA, *Annual Report on the credit derivatives market*, 2006.

*Obligations* (strumenti di debito garantiti da prestiti, obbligazioni o *credit default swaps*) europei si è localizzato al di fuori del nostro continente (cfr. figura 3). L'offerta di fondi proveniente dagli investitori istituzionali è cresciuta ovunque nell'ultimo decennio. Negli Stati Uniti le attività finanziarie dei fondi comuni, dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazione erano pari alla fine del 2005 al 131 per cento del prodotto interno lordo, a fronte di un valore di 106 nel 1995 (cfr. figura 4). Nello stesso periodo i rapporti sono aumentati in misura significativa anche nell'area dell'euro (dal 45 al 74 per cento) e nel nostro paese (dal 20 al 60), dove tuttavia sono ancora molto limitati lo sviluppo dei fondi pensione e la diffusione delle polizze assicurative. Le ampie possibilità di diversificazione dei portafogli degli investitori istituzionali fanno sì che essi possano rendere disponibili risorse per finanziare progetti caratterizzati da rischiosità e ren-

dimenti attesi elevati. Ne hanno tratto vantaggio, soprattutto nei paesi anglosassoni, gli intermediari specializzati in operazioni nel capitale delle imprese (*private equity*). I profondi cambiamenti dell'industria finanziaria offrono importanti opportunità di crescita e di modernizzazione anche all'economia italiana. In alcune aree gli

effetti positivi sono già ben visibili, come ad esempio nel mercato dei mutui alle famiglie, dove cartolarizzazioni e innovazioni di prodotto hanno consentito di aumentare l'offerta, allungare la durata dei prestiti e ampliare la gamma delle tipologie dei contratti. I progressi sul versante della finanza d'impresa sono molto più lenti. L'accesso ai mercati internazionali dei capitali da parte delle imprese più grandi è ancora modesto. Le emissioni di titoli obbligazionari sull'euromercato, dopo l'espansione registrata in seguito all'adozione della moneta unica, sono ritornate su livelli molto contenuti e vi fanno ricorso soltanto pochissime imprese. I prestiti sindacati, che per una impresa bisognosa di fondi ingenti costituiscono un'alternativa rapida e flessibile al collocamento di obbligazioni, si sono sviluppati da noi meno che negli altri principali paesi europei. Timidi passi per fare accedere le piccole e medie imprese italiane, sebbene indirettamente, al mercato dei capitali, vengono sperimentati con i bonds di distretto.

Figura 3  
LOCALIZZAZIONE DEGLI INVESTITORI IN CDOS EUROPEI (media 2005-2006; quote)



Fonte: The Bond Market Primary Association Survey.

Nel complesso, la capacità del nostro sistema produttivo di trarre beneficio dall'ampliamento dell'offerta di prodotti e servizi finanziari a livello globale è ancora limitata, a causa di fattori strutturali che frenano al tempo stesso l'innovazione, la crescita dimensionale e l'arricchimento della struttura finanziaria.

### 3. Il finanziamento delle imprese in Italia

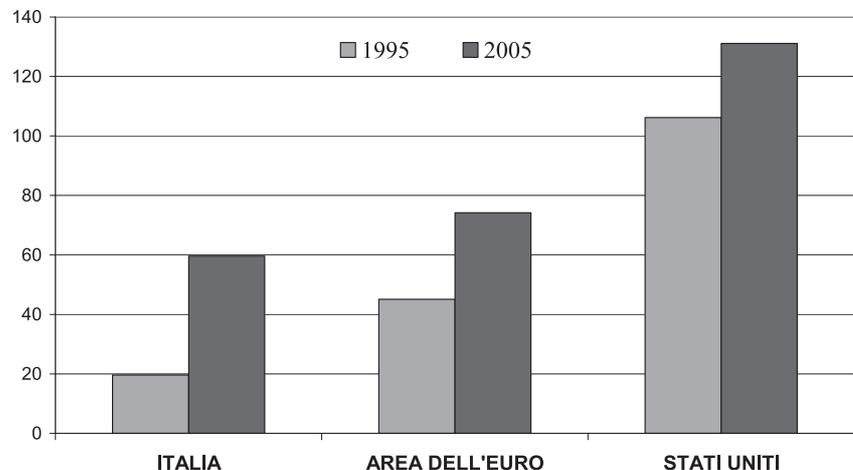
#### 3.1 La struttura proprietaria

Delle 3.700 "grandi" imprese italiane di ogni settore solo 11 compaiono nella classifica FTGlobal 500, che elenca le prime 500 imprese al mondo per valore di mercato. Delle 11, nessuna è un'impresa industriale in senso stretto. Le britanniche sono 35 (11 industriali), le francesi 26 (15 industriali), le tedesche 18 (8 industriali).

Un obiettivo prioritario per l'Italia può riassumersi così: in un arco di tempo di 5-10 anni bisogna che il numero delle imprese industriali medie e quello delle imprese grandi aumenti *drasticamente*. Si tratta di alcune migliaia di soggetti imprenditoriali che dovrebbero combinare convenienza e volontà nel fare un salto dimensionale; in molti casi questo si accompagnerebbe con un salto tecnologico e di specializzazione.

Un assunto largamente condiviso nella letteratura empirica e nelle sedi del dibattito di politica economica in Italia è che a ostacolare la crescita dimensionale delle imprese sia più che altro la resistenza culturale e psicologica degli imprenditori a mettere a rischio il controllo familiare dell'impresa. Questo tipo di control-

Figura 4  
ACQUIRENTI NETTI (valori positivi)/venditori netti (valori negativi) di protezione del rischio di credito (miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale sul 2005.

lo è diffusissimo da noi, molto più che in altri paesi, e dà corpo a una fra le tante anomalie italiane nel confronto internazionale. Il controllo familiare delle imprese non è un male in sé. La letteratura economica non è affatto univoca nel valutare se il controllo e la gestione familiari favoriscano o sfavoriscano la *performance* di un'azienda, rispetto, ad esempio, a modelli di *governance* in cui il controllo sia nelle mani di investitori istituzionali o la proprietà sia dispersa, situazioni tipiche del capitalismo anglosassone in cui la gestione aziendale è affidata integralmente a dei manager professionisti. Tuttavia, nello specifico caso italiano la prevalenza del controllo familiare si accompagna di fatto con (e almeno in parte determina) un numero insufficiente di aziende medie e grandi, e quest'ultima condizione pone il sistema industriale italiano in seria difficoltà di fronte al nuovo paradigma tecnologico e al nuovo scenario competitivo mondiale. In rapporto al PIL, nell'ultimo quadriennio le imprese italiane

hanno realizzato acquisizioni per lo 0,6 per cento all'anno, metà del valore medio dell'area.

Dunque la politica economica deve considerare congiuntamente il problema della dimensione e della *governance* delle imprese come un problema prioritario, in un'ottica di recupero della competitività del sistema. Occorre predisporre norme e istituzioni che, nel rispetto delle scelte dei singoli, offrano incentivi o rimuovano eventuali vincoli alla crescita dimensionale delle imprese, discendenti da inadeguatezze nella normativa o nella struttura finanziaria del Paese.

Lasciando da parte il tema della tassazione, pure rilevante in questo ambito, vengono in primo piano proprio le caratteristiche del sistema finanziario.

#### 3.2 La struttura finanziaria

La struttura finanziaria di un paese e la *performance* complessiva della sua economia sono intimamente legate: un sistema finanziario ben sviluppato con-

sente di allocare efficientemente le risorse nel tempo e nello spazio. Tradizionalmente i sistemi finanziari sviluppati esistenti al mondo si dividono in due famiglie fondamentali: quelli "basati sulle banche" (presenti ad esempio in Giappone, Germania e Italia) e quelli "basati sui mercati" (tipici dei paesi anglosassoni). L'analisi empirica non ha trovato, in generale, evidenza probante che uno dei due modelli sia migliore dell'altro nel favorire la crescita economica. I due sistemi offrono, tuttavia, vantaggi differenziati a seconda della struttura produttiva.

Banche e mercati costituiscono due risposte diverse allo stesso problema: fornire finanza esterna alle imprese e controllare che essa sia impiegata nel modo più efficiente. I sistemi basati sulle banche risultano generalmente più adatti a finanziare imprese di piccole e medie dimensioni, che attivano progetti di investimento poco rischiosi. In questo caso il consolidarsi di un sistema di relazioni strette banca-affidato consente di allineare gli incentivi tra chi apporta finanza esterna (le banche) e chi controlla l'impresa (il proprietario-imprenditore).

Il credito bancario è scarsamente adatto a finanziare imprese e progetti di investimento altamente innovativi, e quindi potenzialmente molto rischiosi, per due ragioni. In primo luogo l'ammontare dei rischi che possono assumere le banche è, e deve essere, contenuto, per il ruolo centrale che questi intermediari hanno in relazione alla stabilità finanziaria dell'economia. In secondo luogo, tanto più i progetti sono innovativi, tanto più elevata è la disparità informativa tra l'imprenditore e i finanziatori esterni e i contratti

di debito non rappresentano soluzioni ottimali per orientare le scelte di investimento. In questi casi è necessario che chi fornisce fondi diventi, almeno temporaneamente, *insider* all'impresa.

Il problema del nesso tra finanza e crescita economica in Italia è quello di far sviluppare, accanto al credito bancario, forme di finanza d'impresa maggiormente in grado di sostenere l'innovazione.

Il mercato azionario italiano è angusto in confronto a quelli degli altri paesi europei avanzati, anche più piccoli del nostro. Il numero di società quotate da noi non arriva a 300. In Francia e in Germania il numero di società quotate è il triplo del nostro, nel Regno Unito è quasi dieci volte tanto. Questi divari dipendono da molte cause e le prime a doversi citare sono appunto le caratteristiche dimensionali e di specializzazione produttiva delle imprese italiane. Un'impresa piccola e poco impegnata sul fronte dell'innovazione tecnologica - un tipo di azienda relativamente più presente in Italia - avverte minor bisogno dei benefici della quotazione (soprattutto patrimonializzazione e visibilità), di cui teme invece i costi, che hanno gli stessi nomi dei benefici: patrimonializzazione, cioè diluizione o perdita del controllo sulla propria "creatura"; visibilità, che non vale solo per il mercato ma anche per il fisco, per i sindacati, eccetera; vi si aggiungono i costi finanziari diretti imposti dalla quotazione. Ma anche a parità di dimensione e settore di specializzazione delle imprese potenzialmente quotabili, la propensione all'effettiva quotazione resta in Italia molto minore, soprattutto fra le imprese industriali.

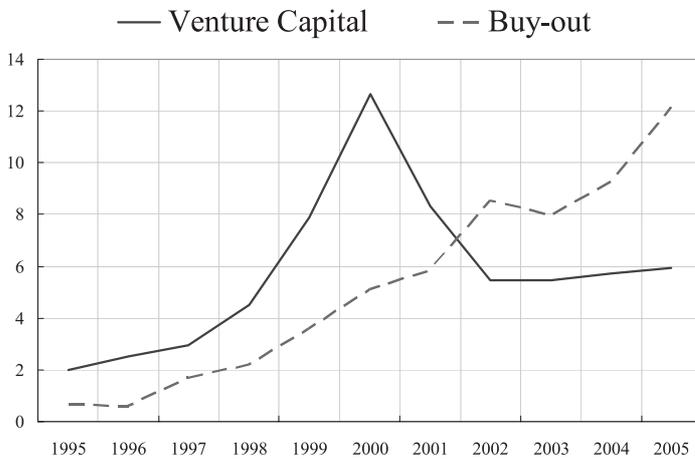
Esiste uno stretto legame tra la dimensione dei mercati di borsa e l'attività di intermediari, come gli operatori di *private equity* (PE), specializzati nel finanziare imprese e progetti innovativi. Mercati azionari sviluppati consentono a questi operatori di smobilizzare i propri investimenti in modo efficiente. Il circolo virtuoso con la borsa permette di reimpiegare i capitali verso nuove iniziative imprenditoriali.

Non è un caso che questi speciali operatori finanziari si siano sviluppati soprattutto negli Stati Uniti. Ma nello scorso decennio le operazioni nel capitale di rischio delle imprese sono cresciute significativamente anche in Europa, dove è aumentata soprattutto la componente legata a operazioni di riallocazione del controllo (*buy-out*). Il *venture capital*, diretto a finanziare imprese nelle fasi iniziali della loro attività, ha risentito, come negli Stati Uniti, del crollo dei valori di borsa del 2000 (fig. 5).

Sebbene l'andamento delle borse risulti una determinante comune del *venture capital* sia in Europa sia negli Stati Uniti, nelle due aree economiche le caratteristiche di questo tipo di finanziamenti sono molto diverse.

Nel periodo 1997-2005 il totale dei fondi investiti in quella forma negli USA è stato di circa 250 miliardi di dollari, contro 100 in Europa. Il divario osservato nei volumi complessivamente investiti dipende non tanto dalla numerosità delle imprese finanziate, quanto dall'importo medio del capitale investito dal "capitano di ventura" in ciascuna impresa. Ad esempio, nell'anno 2003 le imprese beneficiarie di un finanziamento *venture* sono state negli USA meno della metà che in Europa, ma hanno ricevuto

Figura 5  
FONDI INVESTITI IN PRIVATE EQUITY NELL'AREA DELL'EURO  
(miliardi di euro)



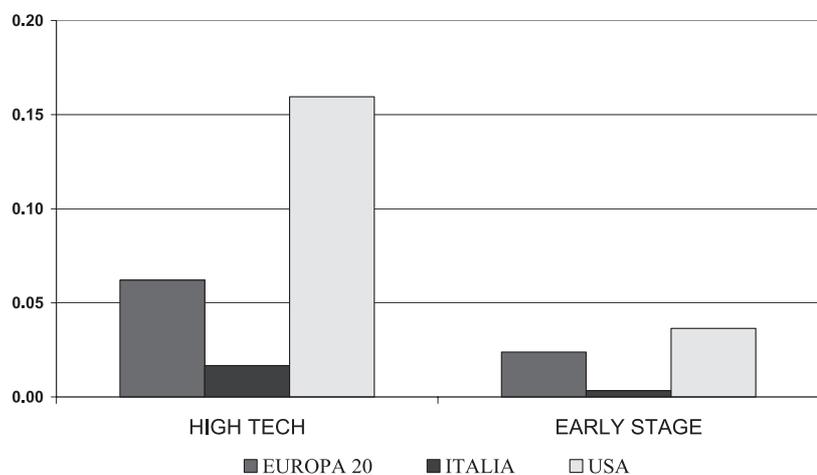
Fonte: EVCA.

fondi di ammontare mediamente molto maggiore, fino a cinque volte più grande nei casi di start up e a nove volte nei casi di imprese impegnate nell'innovazione tecnologica. Da questi dati emerge come negli USA l'industria del PE si sia presa più rischi che in Europa, coerentemente con la propria ragion d'essere. Da un lato, tali maggiori rischi sono stati resi possibili dal fatto che il rendimento medio annuo delle iniziative finanziate era in quegli anni negli USA dell'ordine del 40-50% su orizzonti temporali di 5-10 anni, contro rendimenti molto modesti in Europa. Dall'altro, a spiegare i rischi e i rendimenti più bassi delle operazioni in Europa ha concorso la più bassa qualità dei pool di progetti finanziati. La composizione degli investimenti è diversa: nel vecchio continente essi sono diretti in minor misura verso imprese giovani e che operano in settori tecnologicamente avanzati (fig. 6). Non vi è invece evidenza conclusiva su una superiore abilità degli operatori statunitensi

rispetto a quelli europei nel selezionare gli investimenti, visto che i primi, quando operano in Europa, non mostrano una performance diversa da quella ottenuta dagli intermediari locali. Infine, un'altra differenza strutturale fra Europa e America in questo settore sembra risiedere nel fatto che le fonti primarie del

denaro che l'industria del PE canalizza verso le imprese da finanziare sono prevalentemente, negli USA, fondi pensione e, in Europa, banche e assicurazioni. Va da sé che un fondo pensione è il sottoscrittore ideale di quote di un finanziamento di PE, avendo per sua natura un orizzonte temporale molto lungo. La situazione italiana è peculiare: il volume di fondi investiti in imprese giovani e nei settori dell'alta tecnologia è da noi ancora più basso che in Europa. È estesa la presenza delle banche dietro o accanto agli operatori di PE. Sotto il profilo del controllo, oltre un terzo degli operatori sono di diretta emanazione bancaria; sotto il profilo della raccolta di fondi, dalle banche proviene pure oltre un terzo del totale. Si tratta di quote più alte che negli altri principali paesi europei. Uno studio recente mostra come nel nostro paese gli interventi nel capitale di rischio delle imprese abbiano riguardato non solo imprese giovani, piccole e fortemente innovative, ma anche

Figura 6  
INVESTIMENTI IN VENTURE CAPITAL IN RAPPORTO AL PIL (media 2002-2005; valori percentuali)



Fonti: per gli Stati Uniti, NVCA; per l'Europa, EVCA e AIFI; per l'Italia, AIFI.

aziende più grandi e "anziane", già debitrice nei confronti di banche. Con i capitali "di ventura" ottenuti queste imprese riducono le tensioni sulle linee di credito bancario, allungano la scadenza del debito e riequilibrano la struttura finanziaria. Si tratta in non pochi casi di imprese che non operano in settori innovativi. Peraltro, la raccolta di capitale di rischio per il tramite di venture capital può rivelarsi preziosa per la struttura finanziaria anche di piccole e medie imprese che, pur non appartenendo ai settori dell'alta tecnologia, svolgono attività innovative e ha forte potenziale di crescita.

In Italia, più che in Europa, è faticoso il decollo dei fondi pensione. Una loro estesa presenza nel mercato finanziario italiano, oltre che alleviare il problema previdenziale, potrebbe grandemente contribuire a sviluppare il comparto del PE, ridimensionando il ruolo delle banche quali acquirenti di quote di fondi chiusi, al fine di concentrare il comparto sul suo obiettivo fondamentale: aiutare imprese giovani e innovative, ma anche imprese mature ad alto potenziale, a crescere rapidamente e molto, condividendo l'alto rischio del tentativo. L'attività degli intermediari italiani può giovare del contributo di esperienza degli operatori esteri. Secondo indagini svolte a livello europeo, la partecipazione degli intermediari di venture capital alle principali decisioni aziendali e il loro ruolo di consulenza, dapprima limitati, stanno gradualmente aumentando. Il private equity, in particolare il venture capital, è una forma di finanziamento che funziona quando all'imprenditore vengono offerti contestualmente servizi di consulenza o gestionali ad alto valore

aggiunto. La diffusione di questa forma di intermediazione può trarre vantaggio dal patrimonio di conoscenze acquisito da intermediari esteri che operano da più tempo sul mercato.

#### 4. Alcune considerazioni in prospettiva

In un sistema produttivo come quello italiano, basato sulle piccole e medie imprese, il credito, del quale qui celebriamo la XL giornata, svolge un ruolo fondamentale e per molti versi insostituibile. L'opacità informativa che caratterizza gran parte delle unità produttive di minori dimensioni fa del ricorso agli intermediari creditizi il canale meno costoso per ottenere risorse esterne. Per un'ampia frazione delle imprese italiane il rapporto con le banche rimarrà centrale anche negli anni a venire.

In un'economia avanzata, che intenda sostenere il proprio sentiero di crescita attraverso l'innovazione, è necessario che il credito bancario sia affiancato da altri strumenti, da mercati dei capitali ampi e articolati.

Non è infrequente il caso di imprenditori piccolo-medi che intravedono la possibilità di un salto dimensionale, ad esempio tramite l'acquisizione di un concorrente in difficoltà, ma non la sfruttano perché capiscono che per farlo in modo finanziariamente sano dovrebbero quotarsi e chiedere il sostegno del mercato, e giudicano questa mossa insostenibile per l'insieme dei costi e degli oneri che essa implica. Fra tali costi gli obblighi di trasparenza e i requisiti minimi di flottante sono sentiti come particolarmente penosi.

Che cosa può fare la politica eco-

nomica per abbassare l'ostacolo? Una strada, perseguita a suo tempo con la creazione del segmento Expandi del mercato azionario e ripresa di recente, è quella di diversificare l'offerta di "quotabilità". E' promettente l'idea di introdurre un mercato del tutto deregolamentato, del tipo dell'Alternative Investment Market inglese, dove possano operare solo investitori professionali. In questi casi i costi di trasparenza ricadono su intermediari specializzati. Si può anche eventualmente immaginare un percorso con soglie temporali prefissate che incentivi la piccola impresa di fresca quotazione ad accettare un progressivo inasprimento dei requisiti verso gli standard ordinari.

Occorre soprattutto lavorare sulle imprese nate da poco, che andrebbero accompagnate in borsa presto, prima che il fondatore cada nella trappola psicologica della identificazione totale dell'impresa con sé stesso e con la propria vita. Per questo sono indispensabili intermediari specializzati, il cui sviluppo va pure incentivato: venture capital, ma anche banche d'investimento e merchant banks, pure poco presenti nel nostro paese.

Politiche di stimolo alla diffusione del PE sono state adottate in molti paesi. Negli USA lo stesso settore pubblico, con lo Small Business Investment Company Programme, ha giocato un ruolo importante nella crescita di questo comparto del sistema finanziario. Naturalmente, ogni attenzione va posta a far sì che l'operatore pubblico investitore si muova in una logica di mercato, comportandosi esattamente come si comporterebbe un privato. Va respinta la tentazione di operare scelte settoriali "strategiche".

Va accresciuta la presenza di strutture organizzative che servano da interfaccia tra ricerca e imprenditoria.

.....

Il favorevole andamento congiunturale in atto nel nostro

paese deve tramutarsi in duraturo ritorno a tassi di crescita economica sostenuti. A questo fine uno dei temi centrali per la politica economica è consentire lo sviluppo di mercati e di intermediari finanziari in grado di selezionare i progetti più efficienti, favorire il passaggio del controllo

delle aziende agli imprenditori più capaci, convogliare nel nostro paese risorse dagli investitori internazionali.

---

Direttore Centrale per la Ricerca Economica, Banca d'Italia.





**ASSOCIAZIONE NAZIONALE  
PER LO STUDIO DEI PROBLEMI DEL CREDITO  
(A.N.S.P.C.)**

L'Associazione, promotrice della Giornata del Credito, è stata fondata nel 1964. Essa è nata da una intuizione di Alberto de' Stefani, sviluppata, successivamente, da Giuseppe Pella, da Oddone Fantini, da Francesco Parrillo, da Giovanni Magnifico, da Amonasro Zocchi e da Ercole P. Pellicanò.

L'idea di fondo, che anima l'attività dell'Associazione, è incentrata sull'opportunità che le banche e gli istituti finanziari si incontrino con gli operatori economici, in occasione della annuale «Giornata del Credito», per discutere e raffrontare i comuni problemi, con l'unico intento di migliorare l'armonia e l'efficienza dei rapporti, nell'interesse generale dello sviluppo e della stabilità.

**PRESIDENTE**

Ercole P. PELLICANÒ

**VICE PRESIDENTI**

Innocenzo CIPOLLETTA - Rainer S. MASERA

**CONSIGLIO DIRETTIVO**

Giampiero AULETTA, ARMENISE, Francesco CAPRIGLIONE\*, Innocenzo CIPOLLETTA\*, Pietro CIUCCI\*, Domenico DA EMPOLI, Serafino GATTI\*, Paolo GNES\*, Giorgio GUERRINI, Cesare IMBRIANI, Rainer S. MASERA\*, Stefano MICOSI, Andrea MONORCHIO, Gennaro MUROLO, Giovanni PALMERIO\*, Ercole P. PELLICANÒ\*, Alessandro PERRONE, Vincenzo PONTOLILLO, Carla RABITTI, Carlo SANTINI, Giancarlo ELIA VALORI.

**COLLEGIO DEI REVISORI DEI CONTI**

PRESIDENTE: Vittorio PORCEDDU

MEMBRI EFFETTIVI: Matteo RUSSO, Luigi SAVELLA

**DIRETTORE GENERALE**

Antonio TRIFOGLI

•

Triennio 2005-2007

---

Via della Purificazione, 18 – 00187 Roma – Tel. 06 48.80.568 – Fax 06 48.20.552  
www.mondobancario.it, sezione “Servizi” – anspsc@mondobancario.it

\*Comitato Esecutivo