

49° Giornata del Credito

*Banche, altri intermediari finanziari e imprese:
che cosa fare per lo sviluppo del Paese*

Finanza e sviluppo

Intervento del Direttore Generale della Banca d'Italia
e Presidente dell'IVASS

Salvatore Rossi

Roma, 4 ottobre 2017

INDICE

La finanza italiana ha iniziato a mutare	6
Ma non è abbastanza	8
<i>Le imprese.....</i>	<i>8</i>
<i>Gli investitori istituzionali.....</i>	<i>10</i>
<i>Il resto del mercato finanziario</i>	<i>13</i>
Le prospettive	13

Il tema della Giornata del Credito di quest'anno è antico, ma la condizione attuale dell'economia italiana lo ripropone come attualissimo. Che cosa può fare la finanza per trasformare la crescita congiunturale della nostra economia in sviluppo vero, duraturo, strutturale? Quello sviluppo la cui capacità abbiamo perso una ventina d'anni fa, ma che solo può farci assorbire la disoccupazione, migliorare la qualità dell'occupazione, innalzare stabilmente il tenore di vita di tutti? In altri termini rimettere l'Italia nella pattuglia di testa dei paesi avanzati, come sappiamo essere avvenuto in passato?

Per finanza intendiamo l'insieme delle attività di finanziamento di famiglie e imprese, svolte da intermediari come le banche, o da altri soggetti professionali non bancari o che abbiano luogo direttamente nei mercati finanziari e dei capitali. La analizzeremo nel duplice aspetto della domanda e dell'offerta, guardando quindi sia ai comportamenti di chi ha bisogno di finanza sia ai prodotti e alle modalità che gli vengono offerti per soddisfare i bisogni che esprime.

Da tempo sosteniamo che la struttura finanziaria italiana deve modificarsi se vogliamo che anche quella dell'economia produttiva cambi in direzione di una maggior crescita. Vorremmo che le imprese ricorressero di più ai mercati e meno agli intermediari, e fra questi si rivolgessero meno alle banche. Queste ultime potrebbero paradossalmente trovare in un dimagrimento del loro ruolo il modo di tornare a fare profitti, per remunerare un capitale che sta crescendo. Vorremmo insomma un circolo virtuoso, che produca più sviluppo per l'economia e più stabilità per il sistema bancario.

Le ragioni di questo auspicio sono note e non tornerò a soffermarmi su di esse: su tutte primeggia il fatto che lo sviluppo si nutre di innovazione,

che questa è più rischiosa di una collaudata e tradizionale attività produttiva, che per finanziarla è meglio disporre di capitale che di prestiti, soprattutto se bancari, perché le banche sono, e devono essere, più avverse al rischio del resto della finanza.

Due settimane fa a Courmayeur ho messo in evidenza la parte mezza vuota del bicchiere, cioè la strada che ancora ci separa da questo traguardo. Oggi vorrei iniziare dalla parte mezza piena, cioè dai progressi compiuti negli ultimi anni¹. La mia analisi si concentrerà sulle imprese e sulla domanda di finanza che esse esprimono.

La finanza italiana ha iniziato a mutare

Dal 2011 la leva finanziaria delle imprese del settore privato (escluse le banche e gli altri soggetti finanziari professionali, calcolata come rapporto tra debiti finanziari e la somma di questi e del patrimonio netto), si è ridotta di oltre 7 punti percentuali, al 42 per cento.

La riduzione ha riguardato tutte le classi dimensionali d'impresa. In quelle più grandi (con più di 250 addetti oppure con un valore dell'attivo o del fatturato superiore a 50 milioni di euro) essa è stata in larga parte frutto di un aumento del patrimonio netto, grazie agli effetti benefici della ripresa, che ha favorito sia l'aumento del valore di mercato del capitale sia il reinvestimento degli utili nelle aziende. Ha anche giocato l'ACE (Aiuto alla Crescita Economica), un provvedimento del 2012 che aveva finalmente equiparato il trattamento fiscale del capitale di rischio a quello del debito². Purtroppo, il suo depotenziamento da quest'anno ne attenuerà molto gli effetti in futuro.

¹ Si veda I. Visco, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia*, Associazione Bancaria Italiana, Assemblea degli Associati, Roma, 12 luglio 2017.

² Sugli effetti dell'ACE si vedano ad esempio Branzoli, N. e A. Caiumi, "Tax incentives and financial stability", Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, di prossima pubblicazione.

Nelle altre classi dimensionali la leva è pure scesa, ma principalmente per il ridursi dei finanziamenti bancari: molte imprese piccole, già parecchio indebitate, sono uscite dal mercato o hanno avuto difficoltà a rinnovare gli affidamenti.

Il ricorso al mercato azionario è aumentato soprattutto negli anni più recenti. Tra il 2014 e il 2016 si sono quotate in borsa più di 60 imprese, principalmente sull'AIM (Alternative Investment Market), il segmento di mercato caratterizzato da costi di ammissione più ridotti. Negli stessi anni gli investimenti delle società di *private equity* e *venture capital* in capitale di rischio delle imprese sono tornati sui livelli precedenti la crisi, circa 5 miliardi l'anno. Nonostante il contributo positivo fornito da diverse iniziative pubbliche, come il Fondo Italiano di Investimento e il registro delle start-up innovative, la quota di investimenti indirizzata a start-up o ad aziende in forte crescita rimane tuttavia contenuta nel confronto internazionale: nel 2016 era il 15 per cento, contro il 23 in Germania e quasi il 40 in Francia e Spagna.

Durante la crisi non è cambiato solo il peso relativo di debito e capitale di rischio, ma si è modificata anche la composizione delle fonti di debito delle imprese, con una crescita delle obbligazioni a scapito del credito bancario.

Dal 2011 la quota di titoli obbligazionari sul totale dei debiti finanziari è aumentata di 5 punti percentuali, al 12 per cento; quella dei prestiti concessi dalle banche italiane si è ridotta circa in egual misura, al 61 per cento.

Durante le fasi più acute della restrizione del credito innescata dalla crisi finanziaria globale e poi dalla crisi europea del debito sovrano l'opzione del ricorso al mercato finanziario si era rivelata praticabile solo per pochi grandi gruppi industriali, già presenti su quel mercato. La numerosità degli emittenti è però andata crescendo negli anni più recenti anche tra le imprese di minore dimensione, grazie all'eliminazione di oneri fiscali e di vincoli legislativi per le imprese non quotate: ad esempio sono stati emessi

minibond da circa 140 imprese, per un valore superiore a 10 miliardi, dall'entrata in vigore del relativo provvedimento nel 2012.

Ma non è abbastanza

Ora arriva la parte mezza vuota del bicchiere. I progressi compiuti sono innegabili, ma la struttura finanziaria italiana non si è modificata abbastanza, il nostro sistema rimane troppo basato sul debito finanziario e troppo poco sul capitale di rischio, le banche continuano a giocarvi un ruolo eccessivo, che si ritorce loro contro, rendendole più vulnerabili nelle fasi negative del ciclo economico. Si rende la vita più difficile a chi vuole e sa inventare “cose nuove che piacciono al mondo”, per dirla con C.M. Cipolla, unica ricetta di un saldo sviluppo economico.

Le ragioni di questa lentezza stanno in fattori sia di domanda sia di offerta: le peculiarità delle imprese italiane, quelle dei soggetti finanziari. Vediamone alcune. Avverto che mi soffermerò sulle assicurazioni, anche al di là del peso che esse attualmente hanno nel finanziamento delle imprese, per ragioni che non stanno solo nel mio ruolo ma anche nelle prospettive del tema nel futuro.

Le imprese

Cominciamo dal lato della domanda, cioè delle imprese che chiedono finanza. Non credo di stupire nessuno se ricordo che le nostre imprese sono più piccole che negli altri paesi avanzati. È un fatto molto ben conosciuto e largamente dibattuto, nelle sue cause e conseguenze. In un libro recente di Anna Giunta e mio, citando dati ufficiali dell'Istat riferiti al 2012, si riassume la questione così:

... la nostra economia ... conta moltissime imprese con, in media, pochi addetti ciascuna: oltre 4.426.000 imprese dell'industria e dei servizi, con una media di 3,7 addetti (9,2 nel settore manifatturiero) ... in Germania

le microimprese (fino a 9 addetti) sono l'84% del totale, in Italia il 95%; il 39% degli occupati nell'industria tedesca lavora in grandi imprese (250 e più addetti), in Italia il 22%³.

Dimensione e *governance* delle imprese si tengono l'un l'altra e qui interviene una seconda peculiarità delle nostre imprese nel panorama internazionale: esse sono familiari non solo nella proprietà e nella gestione di vertice ma financo nelle prime e seconde linee di comando⁴. Secondo analisi recenti⁵ tra il 2008 e il 2015 il fenomeno si è accentuato.

Imprese piccole e con una presenza estensiva della famiglia proprietaria nella gestione sono meno produttive, peggio gestite e meno inclini all'innovazione, su questo vi è ampia evidenza empirica⁶.

Già ci basta a capire perché imprese cosiffatte tendano a rivolgersi a una banca per le loro occorrenze di finanza esterna piuttosto che emettere obbligazioni da collocare sul mercato, o vendere proprie azioni, privatamente a un fondo o pubblicamente in Borsa. Cito un paio di ricerche recenti di economisti della Banca d'Italia riferite al mercato italiano⁷ secondo cui, in linea con i risultati della letteratura internazionale, il ricorso delle imprese al mercato obbligazionario dipende essenzialmente da tre fattori: oltre che dall'esigenza di finanziare nuovi investimenti, dalla

³ A. Giunta e S. Rossi, *Che cosa sa fare l'Italia. La nostra economia dopo la grande crisi*, Laterza, Bari-Roma, 2017.

⁴ A. Giunta e S. Rossi, *op. cit.*

⁵ Bugamelli M. e F. Lotti, "Productivity growth in Italy: a tale of a slow-motion change", di prossima pubblicazione.

⁶ Bugamelli, M, L. Cannari, F Lotti e S. G. Magri, "Il gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi", *Questioni di Economia e Finanza*, 121, 2012. Per un confronto internazionale si veda Bloom N. and J. Van Reenen, "Why do management practices differ across firms and countries?", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 24(1), pp. 203-224, 2010.

⁷ Accornero, M., P. Finaldi Russo, G. Guazzarotti e V. Nigro, "First-time corporate bond issuers in Italy", Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 269, 2015; Branzoli, N. e G. Guazzarotti, "Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese", Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, 262, 2015.

reputazione e dalla trasparenza dell'azienda nei confronti degli investitori, dall'equilibrio delle sue condizioni economiche e patrimoniali.

Perché le nostre imprese possano e vogliano rivolgersi per le loro occorrenze finanziarie a soggetti non bancari o direttamente al mercato esse devono quindi accrescere il grado di trasparenza della gestione, migliorare la qualità della *governance*, presentare bilanci e piani industriali equilibrati e credibili, operare un profondo cambiamento culturale, che passi anche attraverso l'acquisizione di nuove competenze finanziarie e lo sviluppo di relazioni con investitori che hanno esigenze molto diverse da quelle di una banca tradizionale. Tutto questo è già alla portata di molte società di medie e grandi dimensioni. Bisogna che la platea si allarghi.

Gli investitori istituzionali

Dal lato dell'offerta, la prima necessità di un'economia dinamica è disporre di numerosi e attivi investitori istituzionali: assicurazioni, fondi pensione, altri soggetti coinvolti nella gestione del risparmio, che agevolino l'afflusso di risorse a imprese innovative e con elevate prospettive di crescita.

In Italia, l'incidenza del risparmio gestito sul totale delle attività finanziarie delle famiglie, pur cresciuta notevolmente negli ultimi anni (nel 2016 il patrimonio complessivo gestito dagli investitori istituzionali ha superato i 1.400 miliardi; in rapporto al PIL ha raggiunto l'85 per cento), rimane al di sotto della media dei paesi dell'area dell'euro e di quelli angloamericani. Soprattutto, solo una quota piccola di queste risorse affluisce oggi al sistema produttivo. Gli investitori istituzionali nazionali detengono poco più di un decimo dei titoli obbligazionari emessi da imprese. In Francia, dove il mercato dei capitali è più sviluppato, tale quota

è di oltre il 40 per cento⁸. E parliamo comunque di un totale di emissioni che in Italia è molto più ridotto! La partecipazione degli investitori è certamente ostacolata dallo scarso sviluppo dei fondi pensione e di intermediari specializzati nel collocamento e nella sottoscrizione di strumenti di debito delle imprese, come i *private debt funds*, ma ci sono ragioni più generali.

Guardiamo in particolare al settore assicurativo. Gli investimenti a copertura delle riserve tecniche delle compagnie sono concentrati nei titoli di Stato italiani, sono quindi meno rivolti ad obbligazioni *corporate* e ancor meno alle azioni. Le compagnie si sono mostrate finora poco interessate alle aperture normative e regolamentari, che pure ci sono state, volte a incoraggiare l'impiego di risorse in imprese produttive.

La regolamentazione prudenziale sul capitale proprio ha ovviamente a che fare con questo atteggiamento. Come è noto, Solvency II ha introdotto il principio secondo cui gli attivi delle compagnie, a cui va commisurato il requisito di capitale (*solvency capital requirement*), vadano misurati secondo la loro rischiosità, strumento per strumento. Le metriche sono molto granulari e complesse, anche nel più semplice dei tre metodi ammessi, la formula standard.

In particolare, i titoli obbligazionari non muniti di un *rating* e le azioni non quotate sono considerati strumenti molto rischiosi, con un assorbimento di capitale alto. Tuttavia sono proprio i titoli tipicamente emettibili dalle imprese medio-piccole. È verso questi strumenti, alternativi al tradizionale prestito bancario, che si vorrebbe orientare le PMI, assai numerose nella nostra economia come sappiamo.

⁸ Accornero, M., P. Finaldi Russo, G. Guazzarotti e V. Nigro, "The Italian corporate bond market: missing investors or missing issuers?", Banca d'Italia, di prossima pubblicazione.

In IVASS abbiamo condotto una rilevazione delle politiche di investimento delle compagnie assicurative a un anno dalla introduzione del nuovo assetto regolamentare. Non sono granché cambiate, è emerso. Quindi la forte preferenza per i titoli di Stato, in particolare italiani, e per le obbligazioni corporate con *rating* alto è di vecchia data. Solvency II ha aggiunto un forte argomento di assorbimento di capitale a una ritrosia già radicata nelle compagnie a investire in titoli considerati poco sicuri.

Il tema del sostegno finanziario alle PMI e del ruolo possibile delle assicurazioni non è solo italiano, è europeo. Il progetto di Unione del mercato dei capitali si pone il problema degli eventuali ostacoli regolamentari posti da Solvency II. La Commissione europea ha rivolto recentemente all'EIOPA (l'autorità europea di regolazione assicurativa) una richiesta formale di parere (*Call for Advice*, CfA) sul tema. L'EIOPA dovrà rispondere entro febbraio prossimo, sui punti specifici degli investimenti delle assicurazioni in obbligazioni senza *rating*, in azioni non quotate, in partecipazioni strategiche, e del loro trattamento ai fini del calcolo del *solvency capital requirement*. L'idea è quella di rendere in questi casi l'assorbimento di capitale meno alto senza sacrificare nulla della prudenza necessaria a valutare l'adeguatezza patrimoniale di una compagnia. Dunque razionalizzando piuttosto che attenuando le regole.

Noi dell'IVASS guardiamo con interesse a questi sviluppi possibili in Europa, consapevoli che la struttura economica e finanziaria italiana è particolarmente bisognosa di evolvere. Naturalmente noi siamo dei supervisori, la nostra missione è verificare che le compagnie siano solide nell'interesse degli assicurati; non possiamo mai dimenticarlo. Ma siamo sempre disponibili a contribuire quando si tratta di aggiungere ragione e ragionevolezza alle regole che siamo chiamati a definire a livello europeo e nazionale.

Il resto del mercato finanziario

Per attenuare ulteriormente le difficoltà di incontro tra domanda e offerta di fondi è poi importante che si sviluppino mercati, tecnologie e soggetti capaci di “impacchettare” il rischio d’impresa in strumenti finanziari che vadano incontro alle esigenze degli investitori finali, quali le assicurazioni, i fondi pensione, le famiglie.

È il caso, ad esempio, dei fondi di *venture capital* che, basandosi sulla propria capacità di valutare imprese giovani e molto innovative, riducono per i propri investitori gli elevati rischi idiosincratici delle singole aziende. Analogamente le società di cartolarizzazione riescono a offrire agli investitori delle obbligazioni caratterizzate da diversi livelli di rischio e rendimento a fronte di portafogli di crediti singolarmente non negoziabili.

Il ruolo delle banche in questo processo di cambiamento del modello di finanziamento del sistema produttivo è fondamentale, e interessa sia le imprese, sia gli investitori e le infrastrutture. Esse possono far valere la conoscenza che hanno del tessuto imprenditoriale nazionale e la posizione centrale che rivestono nella distribuzione dei prodotti di risparmio; possono svolgere una preziosa azione di consulenza finanziaria, aiutando le aziende che hanno le capacità ad accedere al mercato o a forme di finanziamento complementari al credito; restano comunque un punto di riferimento insostituibile per le imprese di più piccola dimensione. L’ampliamento dei servizi offerti può a sua volta contribuire alla diversificazione delle loro fonti di reddito.

Le prospettive

L’apertura delle imprese agli investitori esterni e lo sviluppo di un’industria finanziaria non bancaria sono fra gli obiettivi principali del progetto europeo di Capital Markets Union. La Commissione europea ha recentemente pubblicato un rapporto che valuta i progressi compiuti e

rilancia l'intero progetto⁹. È il fronte internazionale più promettente in questo ambito, anche se è esposto alle incertezze e agli estenuanti negoziati tipici dei progetti europei.

L'Italia deve muoversi nel frattempo.

Nel tentativo di accrescere la quota di risparmio che affluisce al sistema produttivo, nei mesi scorsi sono stati varati dal Governo i Piani Individuali di Risparmio (PIR), strumenti del risparmio gestito agevolati fiscalmente. A pochi mesi dall'avvio dello strumento, le risorse raccolte da questi fondi, oltre 5 miliardi, sono più elevate delle previsioni formulate dallo stesso Governo. È una buona notizia, anche se non vanno sottovalutati i rischi, soprattutto sotto il profilo della tutela del risparmiatore.

Un altro strumento relativamente nuovo per l'Italia, di crescente successo, sono le SPAC (*Special Purpose Acquisition Companies*). Si tratta sostanzialmente di piccoli fondi di *private equity* che raccolgono risorse da pochi investitori sulla base della sola reputazione personale dei promotori e li impiegano per acquisire il controllo di una sola impresa *target*, da reperire in un tempo definito dopo che il veicolo sia stato costituito. Vengono quotati e accelerano a loro volta la quotazione della società *target*.

Sono segnali interessanti, bisogna che mettano radici. L'intero sistema finanziario italiano deve cambiare e volgersi verso le imprese migliori, quelle più innovative, aiutandole a crescere. Ne va del futuro dell'intera economia italiana.

⁹ Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, COM(2017) 292 final.

