

## DALLA CRISI DEL CREDITO ALLA *CAPITAL MARKETS UNION*. UNA BREVE NOTA INTRODUTTIVA \*

di *Marco Lamandini*

1. In due giornate così ricche di interventi specifici su molti dei cantieri aperti – a vario titolo – per la riforma o la “messa a terra” del diritto finanziario dell’Unione, il mio compito è solo quello di offrire un breve inquadramento iniziale di natura generale, che possa favorire una considerazione di sistema dei contributi specifici – di necessità assai più approfonditi di questo mio introduttivo – che saranno offerti dai relatori che mi seguiranno. Nel farlo muoverò naturalmente dalla prospettiva del Piano di Azione della Commissione sulla CMU del 30 settembre 2015<sup>1</sup> e dalla sua assai interessante analisi economica di impatto<sup>2</sup>, considerandone alcune prospettive evolutive.

2. Il titolo dell’intervento che mi è stato assegnato muove, intenzionalmente, dalla “crisi del credito”. Ed è, naturalmente, un punto di partenza opportuno, solo che si consideri come il sistema finanziario europeo, e il segmento italiano ancor più, evidenzi un eccesso di dipendenza dal credito bancario. Come è stato ben illustrato da un recente, e importante, studio<sup>3</sup> gli attivi bancari rappresentano circa tre volte il PIL europeo e superano di oltre il doppio la dimensione combinata dei mercati azionario, obbligazionario *corporate* e del debito sovrano. Negli Stati Uniti il rapporto è invertito con i tre segmenti principali di investimenti finanziari sostanzialmente tra loro equivalenti in termini dimensionali (ma con il mercato azionario primo tra i tre e gli altri due seguenti sostanzialmen-

---

\* Relazione al Convegno organizzato dalla Associazione Gian Franco Campobasso e dall’Università di Bergamo su “*Efficienza del mercato e nuova intermediazione*”, Bergamo, 28-29 ottobre 2016. L’Autore è componente della Commissione di Riesame (BoA) dello European System of Financial Supervisors (ESFS), della Commissione di Riesame (Appeal Panel) del Single Resolution Board (SRB) e dello *Informal Group of Company Law Experts* (ICLEG) della Commissione Europea. Le opinioni espresse sono a titolo personale e non impegnano in alcun modo le istituzioni di appartenenza. Si applicano gli usuali *disclaimer*.

<sup>1</sup> COM(2015) 468 final.

<sup>2</sup> SWD(2015) 183 final.

<sup>3</sup> D. VALIANTE, *Europe’s Untapped Capital Market*, CEPS/ECMI, Brussels, 2016, 73 ss.

te di pari dimensione). In Giappone, dove pure il mercato azionario è all'ultimo posto, esso è comunque percentualmente più grande di quello europeo e quello obbligazionario *corporate* è maggiore di quello bancario. In Cina si assiste ad un fenomeno simile a quello europeo, ma in tutt'altro contesto politico e macroeconomico e comunque con una percentuale di attivi bancari che resta tuttora inferiore rispetto a quella europea se misurata in rapporto al prodotto interno lordo. Non stupisce dunque che dall'avvio della crisi finanziaria del 2007-2008 si riconosca l'inevitabilità di politiche restrittive degli attivi bancari (e dunque di una "crisi del credito"); e anche di recente nell'ambito delle politiche macroprudenziali del Comitato per il Rischio Sistemico si è insistito sulla necessità di azioni decise volte a ridurre il ruolo – eccessivo – del settore bancario<sup>4</sup>.

3. Il quadro si presenta ancora più preoccupante se si presta attenzione al fatto che, ove si analizzi il solo mercato dei capitali, quello europeo presenta una dimensione (relativa, rispetto al prodotto interno lordo) dei mercati azionario e obbligazionario *corporate* inferiore alla metà di quello nordamericano, mentre sono simili le dimensioni dei mercati obbligazionario bancario e del debito pubblico. Inoltre, i mercati azionario ed obbligazionario restano tutt'oggi largamente "compartimentali" su base nazionale, con troppa scarsa integrazione transfrontaliera. Ne deriva anche una eccessiva granularità di strutture di mercato tra Stati membri. Non mancano in altri termini Stati membri – come ad esempio l'Olanda – il cui mercato azionario e obbligazionario *corporate* è quantitativamente molto sviluppato (totalizzando oltre 4 volte il prodotto interno lordo), benché nel paese esista anche un sistema bancario significativo (con ciò evidenziandosi che non necessariamente ricorre una correlazione inversa tra i due settori); a fronte di ciò numerosi sono gli Stati membri il cui mercato di capitali è troppo piccolo e quello azionario eccessivamente ridotto (e l'Italia, naturalmente, è tra questi). Indicativo di squilibrio – seppur di segno opposto – è ovviamente anche lo sproporzionato rapporto tra mercato dei capitali e prodotto interno lordo di alcuni piccoli Stati membri che operano da "hub" finanziario (esemplare il caso del Lussemburgo il cui mercato dei capitali capitalizza circa 180 volte il prodotto interno lordo; ma interessanti sono anche i casi di Irlanda, Malta e Cipro).

4. Il grado di eccessiva dipendenza dal finanziamento bancario che, malgrado la crisi, tuttora connota, complessivamente – seppur con variazioni significative su scala nazionale – l'industria europea emerge nitidamente anche dall'esame dei dati che si riferiscono alla struttura finanziaria delle imprese europee. In

---

<sup>4</sup> M. PAGANO & AL., *Is Europe Overbanked?*, Report n. 4/2014, ESRB, Advisory Scientific Committee.

termini relativi, le imprese europee dipendono per oltre il triplo di quelle statunitensi da prestiti bancari, con la conseguenza che raccolgono circa la metà di quanto non raccolgano le imprese statunitensi dai mercati dei capitali. Ciò – al netto di una serie di necessarie ponderazioni – ha portato a stimare che, mentre in Europa il finanziamento delle imprese è per circa l’80% di tipo bancario, negli Stati Uniti lo è per meno della metà. A sua volta la Commissione Europea ha calcolato che in Europa i debiti bancari costituiscono l’11% del passivo complessivo delle società mentre negli Stati Uniti solo il 3%; a loro volta le obbligazioni *corporate* costituiscono il 4% del passivo complessivo delle società europee, mentre rappresentano l’11% di quelle statunitensi. Il capitale azionario è sostanzialmente equivalente per società statunitensi e europee, ma mentre circa il 50% di esso è quotato per le società statunitensi, per quelle europee quello quotato non supera il 30%. Ciò offre una chiara indicazione dei pericoli insiti, per il finanziamento delle imprese, nella contrazione degli attivi bancari, originata dal deterioramento complessivo degli stessi dovuto (anche) agli effetti della lunga crisi finanziaria ed economica avviatasi nel 2007-2008; ciò indica pure la strada più logica da intraprendere: quella della progressiva sostituzione di parte del finanziamento bancario mediante capitale azionario o debito *corporate* da collocarsi sul mercato dei capitali. Con una nota di metodo, già opportunamente evidenziata dalla Commissione nella sua analisi di impatto del Piano d’azione per la CMU<sup>5</sup>: quella secondo cui il rapporto tra mercato bancario e mercato dei capitali dovrebbe essere complementare; a ben vedere infatti i due sistemi, più che competere tra loro, si completano e dovrebbero evolvere insieme. Ne è chiara dimostrazione, *in apicibus*, il ruolo che è affidato al mercato dei capitali per rifinanziare le banche stesse: avvenga ciò attraverso operazioni di cartolarizzazione ovvero tramite operazioni di pronti contro termine o altre operazioni di mercato aperto o con l’emissione, che sarà crescente anche per effetto dei requisiti MREL e TLAC, di titoli *bail-inable* (a fronte della aspirazione delle autorità di supervisione e risoluzione a rimuovere per quanto possibile ogni eccessivo rischio di impatto della risoluzione sui depositi e alla finanza pubblica).

5. Un’osservazione, per quanto sommaria, della struttura del mercato finanziario europeo offre ulteriori indicazioni utili al nostro successivo discorso.

a) Anzitutto, l’eccesso di dipendenza dal credito bancario ha dato vita, a partire dalla crisi finanziaria del 2007-2008, ad una spirale in avvitamento negativo una volta che la crisi ha indotto perdite permanenti di prodotto interno lordo in un contesto segnato altresì dalla riduzione delle prospettive di crescita future. Infatti, si sono realizzati, nell’ordine, (i) sia perdite permanenti di valore per il significativo (e spesso) rapido deterioramento degli attivi, (ii) sia “ritirate” stra-

---

<sup>5</sup> *Ibidem*, 25.

tegiche dei gruppi bancari transfrontalieri dai paesi – in genere periferici – in cui il credito era affluito in eccesso a seguito dell'Unione monetaria, anche per i segnali fuorvianti di premio sul rischio che nella sua prima fase l'Unione monetaria ha inviato proprio rispetto alle economie periferiche e che si sono tradotti in distorsioni sul mercato interbancario, (iii) sia crisi bancarie associate talora anche a crisi sovrane (ciò che, tradizionalmente, genera un aggravamento complessivo della spirale economica negativa). L'Italia offre un campionario estremo di tutti questi fenomeni, con un'evidente spinta alla contrazione delle attività economiche indotta (anche) dalla contrazione delle attività bancarie dovuta (tra l'altro) a ragioni prudenziali (a loro volta inasprite dai requisiti più restrittivi di Basilea 3 e della CRD IV e CRR), che non è stato possibile contrastare per intero mediante la, pur assai opportuna, politica monetaria espansiva della BCE la quale, mentre ha offerto un contributo essenziale nell'evitare l'insorgere di una crisi di liquidità sistemica, ha nel tempo (e inevitabilmente) generato a sua volta effetti pregiudizievole sia sul margine di interesse delle banche e dunque sul modello tradizionale di banca commerciale sia sulla redditività attesa dalle attività finanziarie, con ricadute non trascurabili sulle politiche di portafoglio di assicurazioni e fondi pensione.

b) In secondo luogo, l'andamento dei flussi transfrontalieri di capitale ha evidenziato un netto deterioramento. Dal 2011 fino a tempi recenti il bilancio dei flussi di capitale in entrata e in uscita nell'area euro ha evidenziato un saldo netto negativo. I flussi lordi, a loro volta, si sono a lungo mantenuti ad un livello del 70% circa al di sotto del picco pre-crisi, a livelli corrispondenti a quelli del 2005<sup>6</sup>. I dati del 2015 hanno cominciato ad introdurre elementi di mitigazione del fenomeno, ma è tuttora prematuro trarre conclusioni definitive da ciò. L'entità del saldo netto negativo è significativa: oltre Euro 100 miliardi investiti o prestati al di fuori dell'Unione per ciascun anno nel triennio 2012-2014<sup>7</sup>. A loro volta, gli investimenti diretti intra-EU sono precipitati dopo la crisi e permangono a livelli assai bassi: nella media si è passati da Euro 435 miliardi annui del periodo 2004-2008 a Euro 245 miliardi del periodo 2009-13. Il dato puntuale degli investimenti intra-EU del 2013 era un preoccupante Euro 123 miliardi pari al 74% in meno rispetto al dato 2011. Nello stesso periodo l'investimento diretto verso l'Europa da paesi terzi è aumentato del 49% e quello in uscita dall'Europa verso i paesi terzi del 4%. Questo ha fatto dire alla Commissione Europea che l'Europa è stata la regione maggiormente colpita quanto ad effetti sull'investimento diretto dalla crisi finanziaria. A differenza di ciò, gli investimenti di portafoglio, pur volatili, si sono mantenuti relativamente più stabili, anche se sono

---

<sup>6</sup> COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *On the movement of capital and the freedom of payments*, Brussels, 2015, 7.

<sup>7</sup> Lo rileva la Commissione, *Analisi di impatto*, cit., nt. 4, 60.

divenuti progressivamente meno interessanti per gli investitori stranieri nell'area euro, per effetto delle operazioni straordinarie di politica monetaria della BCE che hanno compresso i rendimenti dei titoli di debito sovrani e *corporate*.

c) In terzo luogo, un'analisi della struttura dei portafogli delle imprese finanziarie europee mostra come una significativa componente di esso (oltre il 17%) sia investita in strumenti di mercato monetario, contro il 4% nord-americano: ciò potrebbe, teoricamente, indicare la disponibilità di almeno un parte di oltre 17 trilioni di Euro per investimenti più a lungo termine. Parallelamente, il ruolo di investitori istituzionali quali assicurazioni e fondi pensioni evidenzia al momento un peso percentuale minore che negli Stati Uniti di titoli azionari quotati. La stessa minore propensione all'investimento in titoli azionari o obbligazionari *corporate* si evidenzia per l'investitore *retail* europeo (21% del portafoglio rispetto al 39% nordamericano), con una assai significativa quota di risparmio anche qui investita in prodotti monetari (30% rispetto al 13% statunitense). Peraltro, anche la struttura degli appetiti finanziari è fortemente granulare in Europa, con grandi differenze tra Stati membri<sup>8</sup>. Parallelamente, anche le banche europee, a seguito della crisi finanziaria del 2007-8, hanno modificato le proprie strategie proprietarie e di trading, con una diminuzione media dei profitti derivanti da esse. A sua volta, l'industria del risparmio gestito – che è quasi raddoppiata nelle sue attività dal 2008 – evidenzia ancora una forte frammentazione nazionale (malgrado il 50% dei fondi sia formalmente lussemburghese o irlandese, ma mediante la formula del *round-trip fund*, in realtà offerto solo in uno Stato membro, diverso da quello di stabilimento), con dimensioni medie dei fondi pari circa ad un sesto di quelle nordamericane. I fondi di *private equity* e di *venture capital* europei totalizzano a loro volta attività che sono inferiori ad un terzo di quelle nordamericane e il *crowdfunding* europeo è ancora in uno stato embrionale (2,5 miliardi di Euro rispetto agli oltre 7 miliardi nordamericani).

d) Infine, anche l'analisi del mercato (primario e secondario) azionario e obbligazionario evidenzia come l'integrazione geografica – inizialmente rapidamente aumentata allorché si diede avvio all'eurosistema – abbia subito ritardi. Il mercato primario europeo appare dominato dalle emissioni di società grandi e molto grandi e già quotate (dimostrandosi così poco recettivo per le PMI e le *start up*) e altamente concentrato avendo raggiunto nel 2014 il punto più basso in termini di numero di società quotate. A sua volta la dimensione del mercato secondario azionario è circa un quinto di quello degli Stati Uniti, e si presenta così, rispetto a quest'ultimo, assai meno liquido e meno adatto agli investimenti di *private equity* e *venture capital*. Ancor più modesto il grado di liquidità e di scambi transfrontalieri che interessano le società a minor capitalizzazione, per le quali l'*home bias* è la regola. Il mercato primario obbligazionario è storicamente

---

<sup>8</sup> Ne offre un quadro analitico D. VALIANTE, *op. cit.*, 91.

piuttosto evoluto anche in Europa; stenta tuttavia, nel confronto con gli Stati Uniti, quello del *private placement*, pur con un ruolo crescente sia per il mercato tedesco dei *Schuldscheine* sia per quello francese dell'*EuroPP* (e, progressivamente, dei minibond in Italia). Malgrado ciò, si resta a livelli inferiori della metà di quelli statunitensi. Allo stesso modo, anche il mercato secondario è afflitto da *home bias*. Per molti versi non dissimile appare infine il mercato delle cartolarizzazioni che, dopo la crisi del 2008, non ha ancora ripreso smalto ed appare in gran parte finalizzato all'emissione di titoli da utilizzare come collaterale per le operazioni di rifinanziamento con la banca centrale (non a caso nel 2009 il 95% dei titoli erano detenuti da banche, e oggi il dato appare prossimo al 65%).

6. Le considerazioni che precedono ben illustrano le ragioni per le quali il Piano di Azione della Commissione Europea per un'Unione dei Mercati dei Capitali sia articolato in una molteplicità di azioni tra loro anche piuttosto eterogenee *tanto negli strumenti* (dall'introduzione di nuove regole europee alla revisione di quelle esistenti, al mero monitoraggio dell'evoluzione di mercato al rafforzamento delle misure di sostegno, al ripensamento delle regole e degli incentivi fiscali che incidono sulle scelte di finanziamento) *quanto negli obiettivi* (promuovere i flussi di investimento, favorire il finanziamento dei migliori progetti su base non nazionale ma di macro area, rendere il sistema finanziario più stabile, accrescere il grado di integrazione del mercato finanziario europeo, il suo grado di concorrenza e con esso e indirettamente la competitività europea). Ed anche per questo l'Unione dei Mercati dei Capitali si differenzia nettamente dall'Unione bancaria.

7. Le principali linee di azione indicate dalla Commissione, sono state raccolte attorno a sei principali aree tematiche: (1) il finanziamento dell'innovazione, delle *start up* e delle società non quotate (specialmente mediante misure volte a dare sostegno al *venture capital* mediante la promozione di fondi di fondi e fondi transfrontalieri e mediante possibili incentivi fiscali, da estendersi anche ai *business angels*); (2) la semplificazione di accesso al mercato dei capitali per le PMI (specialmente mediante misure di semplificazione del prospetto e degli *SME Growth Markets*); (3) la promozione di politiche di portafoglio per assicurazioni, banche e ELTIFs che promuovano investimenti sostenibili, infrastrutturali e comunque di lungo periodo; (4) la promozione della tutela degli investitori *retail* (dando seguito al Libro verde sui servizi finanziari del 2015); (5) la riattivazione della capacità delle banche di finanziare l'economia reale, mediante la promozione di cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate, l'utilizzo dei *covered bonds* per le PMI e l'introduzione di maggiori spazi di libertà per le banche di credito cooperativo; (6) la facilitazione dell'investimento transfrontaliero, mediante la rimozione delle barriere che vi ostano, ivi compre-

se quelle di diritto societario (anche collegate al funzionamento delle società di gestione accentrata e di liquidazione dei titoli, come da tempo evidenziato dai rapporti del c.d. gruppo Giovannini) e fallimentare. È in questo contesto che viene ritenuta necessaria una maggiore convergenza delle prassi di vigilanza e un parziale rafforzamento dell'ESMA.

8. Si tratta, naturalmente, di azioni tutte opportune e al tempo stesso necessarie. Rivolgendomi qui principalmente a giuristi, mi concentro conclusivamente sui profili di riforma istituzionale della supervisione. Corrispondendo a istanze sempre più fortemente avvertite, la Commissione Europea ha finalmente messo mano ad una maggiore devoluzione di competenze di supervisione diretta all'ESMA e ad una parallela riforma della *governance* della stessa (capace di temperare l'influenza, finora dominante, delle autorità nazionali che siedono nei suoi organi). Ciò testimonia che l'esperimento della vigilanza diretta dell'ESMA su agenzie di rating e *trades repositories* si è dimostrata efficace e può essere replicata in altri casi. Del resto, nella prospettiva di una Unione dei mercati dei capitali volta a finalmente superare le purtroppo perduranti segmentazioni nazionali dei mercati in Europa, una vigilanza unitaria per le operazioni transfrontaliere e le infrastrutture di mercato transfrontaliere è, in linea di principio, una risposta ragionevole e, al tempo stesso, necessaria. E ciò senza che la scelta del modello debba essere eccessivamente condizionata dal percorso evolutivo compiutosi nel contesto, in verità diverso, dell'Unione bancaria o dall'archetipo storico della *Securities and Exchange Commission* negli Stati Uniti d'America. In una non troppo risalente tassonomia degli assetti organizzativi delle reti di autorità di vigilanza<sup>9</sup>, Scholten e Ottow mostrano che il gradiente di europeizzazione dei meccanismi di cooperazione istituzionale nella vigilanza finanziaria è molto variabile (va, come efficacemente scrivono gli autori, da una "taglia small" a una "extralarge"). Anche nel quadro del divisato ridisegno istituzionale dell'ESMA non si muove, opportunamente, verso "una taglia unica" bensì verso un mix di vigilanza centralizzata e decentrata che assicuri, in relazione alle specifiche caratteristiche dei singoli segmenti di mercato, l'esito organizzativo e funzionale più efficiente. Ciò trova corrispondenza anzitutto nella proposta di regolamento del giugno 2017 che prefigura un nuovo e importante ruolo dell'ESMA nella supervisione non solo delle controparti centrali europee ma anche su quelle di paesi terzi, con una vera e propria forma di vigilanza extraterritoriale in relazione alle controparti centrali extra europee di rilevanza sistemica<sup>10</sup>. Ma so-

---

<sup>9</sup> M. SCHOLTEN-A. OTTOW, *Institutional Design of Enforcement in the EU: The Case of Financial Markets*, in *Utrecht Law Review*, vol. 10, n. 5, 2014, 85.

<sup>10</sup> Sul tema sia consentito rinviare, per tutti i riferimenti alla letteratura, a M. LAMANDINI-D. RAMOS MUÑOZ, *Supervisory systems after Brexit: coordination between EU and UK on a daily basis. Dispersed vs. single supervisor (systemic risk aspects)*, in *EBI working paper (forthcoming)*.

prattutto trova attuazione nella proposta di regolamento presentata dalla Commissione Europea il 20 settembre 2017 diretto a modificare, tra l'altro, il Regolamento 1095/2010, con la quale vengono centralizzate presso l'ESMA le competenze di vigilanza diretta su talune categorie di prospetti, circa l'autorizzazione e la supervisione dei fondi armonizzati EuVECA, EuSEF e ELTIF, circa la registrazione e vigilanza dei *data reporting services providers* e degli indici (*benchmarks*). E al tempo stesso si prefigura una struttura organizzativa, ispirata (con talune differenze) a quella già sperimentata dal Meccanismo Unico di Risoluzione, in modo da assicurare maggiore centralità all'interesse europeo. Queste proposte – che presentano anche taluni elementi di contraddittorietà interna, come ad esempio la costituzione di una CCP Executive Session prefigurata dalla proposta del giugno 2017 ma non adeguatamente raccordata con la rinnovata *governance* dell'ESMA quale prefigurata dalla proposta del settembre 2017 – non possono considerarsi ancora il punto di arrivo degli assetti di vigilanza che paiono necessari per una efficiente Unione dei Mercati dei Capitali. Esse costituiscono tuttavia, nel non favorevole contesto politico attuale, un piccolo ma significativo passo in avanti in un processo evolutivo che, di necessità, impiegherà ancora lunghi anni prima di pervenire al suo esito finale.

# IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE ITALIANE: DAL CREDITO BANCARIO AL MERCATO

di *Francesco Cesarini*<sup>1</sup> e *Giorgio Gobbi*<sup>2</sup>

SOMMARIO: 1. Una questione che viene da lontano. – 2. Le politiche pubbliche per lo sviluppo della finanza non bancaria. – 3. La recente ripresa della finanza di mercato: ciclica o strutturale? – 4. Il ruolo delle banche. – 5. Conclusioni. – NOTA BIBLIOGRAFICA.

1. *Una questione che viene da lontano.* – La stretta dipendenza delle imprese dalle banche per il finanziamento non solo dell'attività corrente (capitale circolante) ma anche degli investimenti a lungo termine (capitale fisso) è una caratteristica strutturale che ha accompagnato l'economia italiana lungo tutto il suo percorso, dalla prima rivoluzione industriale a cavallo tra il XIX e il XX secolo all'attuale fase di uscita da una delle sue crisi più profonde. La capacità delle banche di raccogliere capillarmente il risparmio presso le famiglie e di affidarlo a imprenditori coraggiosi e innovatori ha segnato gran parte delle storie di successo della nostra storia, come il miracolo economico. Al tempo stesso, lo stretto legame tra banche e imprese è periodicamente sfociato in episodi di crisi che hanno messo a nudo la fragilità di un sistema finanziario in cui il ruolo dei mercati è ampiamente sottodimensionato. Alcune citazioni, senza pretesa di organicità, testimoniano della persistenza della questione ai cambiamenti istituzionali e alle profonde trasformazioni dell'economia.

Nel 1922, Piero Sraffa concludeva la sua analisi della crisi bancaria innescata dal dissesto della Banca Italiana di Sconto sottolineando che: “[i]l finanziamento dell'industria è considerato dalle banche Italiane come una delle loro funzioni principali: esse normalmente concedono crediti anche a lungo termine alle aziende industriali e spesso si impossessano di una proporzione rilevante del loro capitale azionario e lo conservano fino a che non siano in grado di

---

<sup>1</sup> Università Cattolica del Sacro Cuore, Professore emerito di Economia delle aziende di credito.

<sup>2</sup> Banca d'Italia.

Contributo al convegno “*Efficienza del mercato e nuova intermediazione*”, Bergamo 28-29 ottobre 2016. Gli autori ringraziano Paolo Finaldi Russo e Giovanni Guazzarotti per i preziosi suggerimenti e Federica Costantini per l'assistenza editoriale. Le opinioni espresse non impegnano in nessun modo la Banca d'Italia e suoi vertici.

*piazzarlo convenientemente. Una tale politica da parte delle banche rappresentata per l'industria una necessità assoluta. A causa della scarsità di capitale nel paese, della generale riluttanza a investire in beni mobili e della timidezza e ignoranza di molti capitalisti, le industrie non possono altrimenti ottenere il capitale di cui hanno bisogno*"<sup>3</sup>.

Superato definitivamente il modello di banca mista con la crisi dei primi anni '30, con l'assorbimento di gran parte del sistema creditizio nella sfera pubblica, il secondo sviluppo industriale degli anni cinquanta e sessanta fu ancora ampiamente finanziato con risorse raccolte dalle banche. Nella postfazione alla traduzione italiana dello studio comparato dei sistemi finanziari di Alexandre Lamfalussy, uno degli autori di questa nota nel 1972 rilevava che: "*[m]algrado la cautela con cui vanno esaminate le statistiche ottenute mediante l'elaborazione e l'aggregazione di dati contabili di non omogenea rilevazione, non si può affatto dubitare che esista un netto stacco tra l'Italia e gli altri paesi del Mec con riferimento al concorso offerto dai mezzi propri al finanziamento delle imprese industriali [...] In realtà occorre ammettere che, almeno per quanto riguarda le imprese maggiori, in Italia, le banche e gli istituti di credito industriale non hanno fatto un serio e sistematico sforzo per indurle a rafforzare la struttura finanziaria, sia attraverso aumenti di capitale, sia attraverso un allargamento della compagine sociale. E non è difficile intravederne i motivi: le imprese affermate, le aziende a partecipazione statale, quelle appartenenti a noti gruppi finanziario-industriali vengono da molti nostri esponenti bancari considerate [...] come clienti di solvibilità indiscussa e indiscutibile ai quali si deve cercare di offrire credito nella massima misura possibile*"<sup>4</sup>.

I difficili anni '70 fecero emergere diffusi problemi di sostenibilità di strutture finanziarie eccessivamente sbilanciate verso il debito, soprattutto tra le grandi imprese. A metà degli anni '80, quando il risanamento economico e finanziario del sistema produttivo era in pieno corso, il Governatore della Banca d'Italia Carlo Azeglio Ciampi ribadiva con forza che: "*[p]er l'impresa, che trae il proprio utile dall'assunzione di un rischio, il capitale di rischio rappresenta il fondamento stesso dell'attività, determina e condiziona le possibilità di crescita, consente di superare le fasi avverse del mercato. Un azionariato interessato ai risultati economici di lungo periodo, piuttosto che a fiammate speculative, è per essa un indispensabile retroterra istituzionale. Nell'esperienza italiana la riluttanza a cercare sul mercato capitale azionario, dettata dal timore di perdere il controllo proprietario, è stata all'origine di crisi di aziende ancora dotate di buone capacità di produzione e di vendita, ma indebolite nella struttura finanziaria. [...] La presenza di operatori che attivino la domanda di azioni rende ancor più necessario evitare carenze di offerta: occorre portare in borsa nuove imprese. I*

---

<sup>3</sup> SRAFFA (1986), 234.

<sup>4</sup> CESARINI (1972), 180-181 e 194.

*listini non forniscono un'immagine fedele del sistema produttivo di cui dovrebbero essere l'espressione. Le società quotate alla Borsa di Milano sono meno numerose di quanto fossero nell'età giolittiana. Eppure, è ampio il numero di imprese che posseggono i requisiti per la quotazione"*<sup>5</sup>.

La storia successiva, dagli anni '90 ai giorni nostri, è l'oggetto principale delle riflessioni che seguono. Anche tralasciando i paesi anglosassoni quali il Regno Unito e gli Stati Uniti – in cui la finanza di mercato si è sviluppata di pari passo con il decollo economico nei secoli scorsi – il confronto con i paesi dell'Europa continentale con sistemi economici e giuridici simili al nostro è impietoso. Attualmente in Italia sono quotate 235 società non finanziarie a fronte di circa 600 in Germania e 700 in Francia; il valore di mercato complessivo delle aziende quotate nei tre paesi è pari al 20, 46 e 68% del prodotto interno lordo, rispettivamente. Soltanto le azioni di 24 delle società non finanziarie italiane quotate hanno caratteristiche di liquidità tali da essere inserite tra i 40 titoli che compongono l'indice benchmark MIB. A queste 24 società è però da ricondursi oltre il 50% della capitalizzazione di borsa, a testimonianza sia della scarsa liquidità di gran parte degli altri titoli, sia delle limitate opportunità di diversificazione offerte agli investitori.

Per superare la condizione di persistente sottodimensionamento del mercato dei capitali sono stati intrapresi, a più riprese, vasti programmi indirizzati a imprese e investitori basati su interventi normativi e incentivi di natura economica. La tesi che cercheremo di argomentare è che uno sviluppo duraturo del mercato dei capitali richiede il superamento di soglie di attività minime al sopra delle quali risulta conveniente operare sia per le imprese sia per gli investitori. Un mercato per funzionare richiede professionalità, competenze tecniche, infrastrutture tecnologiche e operatori specializzati che possono trovare remunerazione soltanto con volumi di attività relativamente elevati. Mercati di piccole dimensioni sono generalmente poco liquidi e ciò rende costose le transazioni. I movimenti ciclici osservati negli ultimi decenni nel numero delle imprese quotate e in quello delle emissioni obbligazionarie non sono finora riusciti a generare le masse critiche per rendere la crescita irreversibile. Il raggiungimento delle soglie minime di attività, che non ci avventureremo a quantificare, richiede cambiamenti profondi, strutturali, nei comportamenti tanto delle banche quanto delle imprese.

Le trasformazioni dell'economia indotte dalla lunga fase di crisi da un lato e le recenti riforme nella regolamentazione bancaria dall'altro hanno rafforzato l'esigenza dello sviluppo dei mercati in ragione dell'interesse generale. Allineare gli incentivi privati verso questo interesse collettivo è un processo assai difficoltoso. Le numerose misure adottate negli anni più recenti si muovono in questa direzione; ma i loro risultati richiedono tempo per manifestarsi. Il loro successo tuttavia dipenderà in modo essenziale dall'evoluzione della struttura finanziaria delle imprese verso una maggiore solidità e una più facile valutabilità

---

<sup>5</sup> BANCA d'ITALIA (1985), 24-25.

da parte degli investitori. In assenza di questa evoluzione il costo della finanza di mercato rimarrà per la gran parte delle imprese, anche quelle di medie e grandi dimensioni, troppo elevato per rappresentare un'opzione praticabile nel continuo e non riservata a congiunzioni particolarmente favorevoli.

2. *Le politiche pubbliche per lo sviluppo della finanza non bancaria.* – La diversificazione del sistema finanziario italiano è da decenni un obiettivo prioritario della politica economica in Italia. Negli ultimi anni gli interventi si sono intensificati: sono state introdotte, tra le altre, misure volte a favorire gli investimenti in obbligazioni di medie imprese (i *minibond*), ad aprire il mercato del credito all'offerta proveniente dall'estero o da operatori non bancari (compagnie di assicurazioni e fondi di credito), a incentivare gli investimenti nel capitale delle nuove imprese innovative. La Tabella 1 contiene un elenco, verosimilmente incompleto, di queste misure. Altre misure, come la concessione di agevolazioni fiscali sugli investimenti di lungo periodo in strumenti emessi dalle piccole e medie imprese, sono all'esame del parlamento.

Alla base di questo rinnovato sforzo per ampliare l'offerta di finanziamenti non bancari alle imprese vi sono due insiemi di fattori: il primo di natura congiunturale, il secondo di medio e lungo periodo. L'obiettivo di natura congiunturale è stato quello di far fronte alla restrizione ciclica del credito da parte delle banche. Profondità e durata della crisi si sono riflesse a più riprese in forti restrizioni dell'offerta di credito da parte degli intermediari, alle quali le autorità di politica economica hanno risposto con una pluralità di strumenti: dalle misure di politica monetaria alle garanzie pubbliche sui prestiti. Il tentativo di aumentare il numero e la portata dei canali attraverso i quali convogliare finanza alle imprese è stato parte di questo ampio insieme di interventi.

Gli obiettivi di più lungo termine possono essere riassunti sotto il programma "Finanza per la crescita" promosso congiuntamente dal Ministero dello Sviluppo Economico e dal Ministero dell'Economia e delle Finanze<sup>6</sup>. Lo sviluppo della finanza non bancaria è volto a colmare ritardi dell'economia italiana nel campo dell'innovazione, della crescita dimensionale delle imprese e dell'aumento della produttività.

I risultati delle misure adottate sono difficili da valutare anche per il breve periodo di tempo intercorso dalla loro introduzione. Se da un lato le compagnie di assicurazione non hanno sfruttato le maggiori opportunità di investimento in titoli non quotati e quelle di concessione di credito, dall'altro sono diventati operativi circa 30 fondi chiusi di debito (*private debt*) – di cui la metà italiani – con un obiettivo di raccolta complessivo di circa 5 miliardi. Alla fine del 2015 erano attivi 158 fondi chiusi nel comparto dell'azionariato privato (*private equity*), con un obiettivo di raccolta di 9 miliardi. Sono aumentati i finanziamenti esterni

---

<sup>6</sup> Cfr. MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE (2016).

delle *start-up* innovative, attraverso sia capitale di rischio sia debito<sup>7</sup>. I volumi di risorse che transitano attraverso questi canali sono ancora contenuti nel confronto internazionale, ma rappresentano una base sulla quale il mercato può crescere.

Tra il 2013 e il 2015 sono state un centinaio le imprese che hanno emesso obbligazioni, 55 quelle che si sono quotate in borsa (21 nei tre anni precedenti). Nello stesso periodo sono cresciute in misura considerevole anche le risorse potenzialmente investibili in strumenti finanziari emessi dalle imprese grazie al favorevole andamento della raccolta dell'industria del risparmio gestito, che ha superato i 270 miliardi.

La questione cruciale è quindi quella di valutare le forze che possono sostenere e alimentare lo sviluppo della finanza non bancaria e quelle che invece agiscono in senso contrario. Per un tentativo di analisi in questa direzione ci limiteremo a considerare i mercati del debito obbligazionario e quello azionario, congiuntamente all'evoluzione dell'industria del risparmio gestito.

*3. La recente ripresa della finanza di mercato: ciclica o strutturale?* – Negli ultimi due decenni i mercati dei capitali e il risparmio gestito hanno vissuto fasi di espansione seguite da fasi di contrazione (Figure 1, 2 e 3).

Per molte imprese l'accesso al mercato obbligazionario è stato un episodio isolato nella propria vita aziendale, legato a particolari operazioni o a condizioni di mercato particolarmente favorevoli. Ciò può rientrare nella fisiologia di una società di medie dimensioni che concentra la provvista di risorse esterne in poche emissioni di importo relativamente elevato per minimizzare l'incidenza dei costi fissi legati all'operazione. È quindi necessario che il numero di nuovi emittenti cresca nel tempo in modo tale da generare volumi complessivi sufficienti a remunerare le risorse specialistiche necessarie al funzionamento del mercato. Se ciò non succede, come non è successo ad esempio agli inizi dello scorso decennio, la crescita del mercato perde momento fino a sgonfiarsi.

Lo stesso modello si ripropone per le quotazioni in borsa. Il numero di imprese presenti sul mercato è regolato da un lato dall'afflusso di nuove quotazioni e dall'altro dalla fuoriuscita di quelle che si cancellano dal listino. La Figura 2 mette in evidenza come le nuove quotazioni tendano a concentrarsi in particolari periodi di tempo, mentre le cancellazioni dal listino seguono un flusso più o meno regolare nel tempo. Anche in questo caso il raggiungimento di un numero elevato di imprese sul mercato richiede di stabilizzare nel tempo i flussi in entrata.

Infine, un andamento ciclico analogo si riscontra nella raccolta dei fondi comuni, che rappresentano la principale fonte di offerta di finanza non bancaria.

---

<sup>7</sup> Cfr. FINALDI RUSSO, MAGRI e RAMPAZZI (2016).

L'investimento della ricchezza finanziaria delle famiglie italiane affluisce periodicamente all'industria del risparmio gestito, tipicamente nelle fasi di discesa dei tassi di interesse. La scarsità di strumenti emessi dalle imprese non finanziarie italiane fa sì che nelle fasi di espansione della raccolta, i fondi investano flussi crescenti di risorse in azioni, obbligazioni e quote di fondi emessi da operatori esteri (Figura 4).

Le decisioni delle imprese sulle fonti di finanziamento dipendono da una pluralità di fattori, tra i quali un peso rilevante hanno i costi relativi. Per un'impresa il costo di accedere ai mercati azionario e obbligazionario dipende dalle condizioni generali dei mercati, che è all'origine della ciclicità, e da fattori specifici. Analisi recenti del mercato obbligazionario italiano mostrano, in linea con i risultati della letteratura internazionale<sup>8</sup>, che la capacità delle imprese di emettere titoli di debito dipende essenzialmente da due fattori: la reputazione e la trasparenza dell'azienda nei confronti degli investitori e l'equilibrio delle sue condizioni economiche e patrimoniali. Attualmente in Italia il numero di imprese che soddisfano queste condizioni è molto contenuto, nell'ordine di 500 società<sup>9</sup>.

La quotazione in borsa è ostacolata, oltre che dalla dimensione, dalla riluttanza della proprietà ad aprire il capitale a investitori esterni, la scarsa propensione dell'azienda a crescere, gli oneri connessi con gli obblighi di trasparenza (dovuti ad esempio alla maggiore visibilità agli occhi del fisco, delle autorità di controllo, degli azionisti di minoranza), un carico impositivo eccessivamente gravoso<sup>10</sup>. Tra le medie imprese quelle che riescono ad accedere ai mercati sono soltanto quelle più solide e trasparenti. È proprio su questa fascia di aziende, tuttavia, che la concorrenza del credito bancario è più forte. A fronte degli elevati costi regolamentari, le banche concentrano l'offerta sulle imprese meno rischiose, che assorbono meno capitale (Figura 5)<sup>11</sup>. Per queste imprese le condizioni del credito bancario sono probabilmente più convenienti del costo del finanziamento sul mercato (Figura 6).

Il consolidamento della ripresa del mercato dei capitali richiede quindi l'espansione del bacino delle imprese per le quali i costi di accesso a questo tipo di finanza siano competitivi con il credito bancario. Due fattori appaiono cruciali a questo fine: il rafforzamento patrimoniale e l'aumento della trasparenza.

All'inizio della crisi le imprese italiane erano caratterizzate da un grado di patrimonializzazione inferiore a quello delle altre aziende europee, indipendentemente dalla dimensione e dal settore di attività. Parte di questo divario è stato

---

<sup>8</sup> Cfr. ad esempio DATTA, ISKANDAR-DATTA e PATEL (2000) e HALE e SANTOS (2008).

<sup>9</sup> Cfr. ACCORNERO, FINALDI RUSSO, NIGRO e GUAZZAROTTI (2015).

<sup>10</sup> Cfr. PAGANO, PANETTA e ZINGALES (1998), PELIZZONI (2002), FRANZOSI e PELIZZONI (2003).

<sup>11</sup> Cfr. BONACCORSI e FINALDI (2016).

colmato, sia perché sono uscite dal mercato le aziende maggiormente indebitate, sia per un processo di riequilibrio favorito anche dalle agevolazioni fiscali introdotte con l' Aiuto alla Crescita Economica (ACE). Reintrodotta nel 2011, questa misura ha reso più neutrale la tassazione di capitale e debito. Prime analisi suggeriscono che queste agevolazioni abbiano contribuito alla riduzione della leva finanziaria delle imprese italiane negli ultimi anni<sup>12</sup>.

I costi di accesso al mercato dei capitali dipendono anche dalla valutabilità dei rischi da parte degli investitori. A questo fine, altrettanto importante della solidità patrimoniale sono la qualità della struttura di comando (*governance*) la trasparenza dei propri bilanci e l'individuazione di chiare responsabilità di amministrazione e controllo. In questo caso, l'intervento pubblico potrebbe prevedere incentivi alla revisione dei bilanci, al ricorso a servizi di consulenza aziendale e allo sviluppo di servizi di rating mirati alle piccole e medie imprese<sup>13</sup>.

Le politiche pubbliche sono necessarie per rimuovere distorsioni, come nel caso dell'ACE, o favorire comportamenti in linea con l'obiettivo di rendere le imprese maggiormente accessibili da parte degli investitori. Esse non possono però sostituirsi interamente alle forze di mercato, che nel sistema finanziario italiano sono espresse principalmente, in modo attivo o passivo, dalle politiche di offerta del credito da parte delle banche.

4. *Il ruolo delle banche.* – La fase successiva alla crescita dei mercati azionari e obbligazionari degli inizi degli anni 2000 fu seguita da una forte espansione del credito bancario. Il calo strutturale dei tassi di interesse seguito all'avvio dell'unione monetaria e a condizioni particolarmente favorevoli di raccolta sui mercati internazionali consentì alle banche di ampliare notevolmente l'offerta di credito. Nel decennio il rapporto tra credito bancario alle imprese e prodotto interno lordo aumentò di 10 punti percentuali: un incremento inferiore, tra i principali paesi dell'area dell'euro, soltanto a quello della Spagna (Figura 7).

L'abbondanza di credito a costi molto contenuti non soltanto frenò l'accesso al mercato delle imprese che avevano le caratteristiche per farlo, ma favorì un aumento diffuso del grado di indebitamento indebolendo la struttura finanziaria di gran parte del settore produttivo. L'accresciuta fragilità dei bilanci allontanò dal mercato un numero elevato di medie imprese, prevenendone la diversificazione delle fonti di finanziamento e rendendole più vulnerabili alla restrizione creditizia seguita alla crisi finanziaria globale.

Livelli di indebitamento elevati non hanno poi consentito di assorbire le perdite della recessione e ne hanno amplificato gli effetti lasciando una pesante eredità nei bilanci delle banche sotto forma di crediti deteriorati.

---

<sup>12</sup> Ch. BRANZOLI e CAIUMI (2018).

<sup>13</sup> Cfr. GUAGLIANO, LINCIANO e MAGISTRO CONTENTO (2013).

Può succedere di nuovo? È ipotizzabile che anche i segnali di ripresa dei mercati dei capitali possano essere ancora cancellati da una ripresa dell'offerta di credito? La risposta a questa domanda richiede di separare il breve termine da un orizzonte di più lungo periodo. Nel breve termine, banche e mercati competono sullo stesso insieme, non molto numeroso, di imprese, caratterizzate da bilanci solidi e dimensione medio grande. È quindi possibile che la disponibilità di credito renda meno vantaggioso il ricorso al mercato dei capitali. Nel medio e lungo periodo le condizioni appaiono però diverse da quelle degli inizi dello scorso decennio.

Le riforme regolamentari e degli assetti di vigilanza delle banche seguite alla crisi hanno avuto due effetti principali. Il primo è l'innalzamento dei livelli quantitativi e qualitativi dei requisiti patrimoniali e, quindi, una riduzione della leva con cui operano le banche. Il secondo è una disciplina molto restrittiva degli interventi pubblici per risanare le banche in crisi.

La riduzione della leva delle banche rende più costosa l'erogazione del credito a ogni singolo cliente (impresa) in proporzione diretta al capitale necessario per il rispetto dei limiti regolamentari, ossia in funzione del grado di rischiosità. Le forti limitazioni all'accesso alle risorse pongono un limite all'ammontare complessivo di rischio macroeconomico che ciascuna banca, e il settore nel suo insieme, potrà assumere.

I vincoli posti alla leva e alla capacità delle banche di assumere rischi si stanno già riflettendo sulle politiche di offerta e continueranno a esercitarsi anche nel futuro. Per le imprese, le condizioni per accedere al credito bancario diventano sempre più selettive, in particolare con riferimento al loro grado di patrimonializzazione. Si tratta di un percorso ancora agli inizi sui cui gravano molte incertezze.

*5. Conclusioni.* – In questa nota abbiamo ripercorso rapidamente l'annosa questione del limitato sviluppo del mercato dei capitali in Italia. La tesi che abbiamo cercato di sostenere è che, pur a fronte di estesi programmi di interventi normativi e di incentivazione economica, i mercati dei capitali non abbiano mai raggiunto la soglia critica di attività necessaria per consentire uno sviluppo sostenuto e duraturo di forme di finanziamento diverse dal credito bancario. Ciò è riconducibile a due fattori. Il primo è il bacino assai ristretto di imprese con caratteristiche tali, in termini di solidità dei bilanci e valutabilità da parte degli investitori, da poter far ricorso al mercato per raccogliere risorse finanziarie. Il secondo è la concorrenza tra finanza di mercato e credito bancario.

L'idea ovviamente non è originale e già Enrico Filippi, commentando lo stato dell'arte sul finire degli anni '60, scriveva: “[d]a anni ormai, e da più parti, si lamenta la carenza di emissioni obbligazionarie, imputandole di volta in volta all'insensibilità ed alla diffidenza del risparmiatore nei confronti delle società o alla carenza delle norme legislative e fiscali, quando invece le fonti empiri-

*che sembrano indicare concordemente che la ristrettezza del mercato mobiliare italiano è l'effetto e non la causa delle mancate emissioni*"<sup>14</sup>.

Molto di ciò che si poteva fare in termini di incentivo alla domanda e all'offerta, soprattutto con riferimento agli interventi normativi, è stato fatto. Negli anni più recenti è nuovamente aumentato il numero di imprese quotate in borsa e di quelle che hanno emesso obbligazioni per la prima volta. Il consolidamento di questi progressi in una fase di crescita prolungata non è scontato. Nel breve termine i venti contrari generati dalla concorrenza del credito sono molto forti, ma nel medio termine le prospettive appaiono piuttosto diverse da quelle successive alle precedenti fasi espansive del "ciclo dei mercati". La capacità delle banche di espandere credito è stata limitata dalle riforme regolamentari seguite alla crisi e le imprese, anche per accedere al credito bancario, sono forzate a irrobustire la loro struttura patrimoniale.

L'esito di questo processo dipenderà in larga misura dalla coerenza con cui le forze in campo renderanno finalmente attuale l'auspicio del Governatore Ciampi in chiusura del passo sopra citato: "[è] nell'interesse degli stessi enti creditizi favorire un'adeguata capitalizzazione dei soggetti affidati, perseguendo a un tempo il rafforzamento della finanza d'impresa, l'ampliamento del mercato azionario e il miglioramento dei loro attivi"<sup>15</sup>.

### *Nota bibliografica*

ACCORNERO M.-FINALDI RUSSO P.-GUAZZAROTTI G.-NIGRO V., *First-time corporate bond issuers in Italy*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2015, n. 269.

BANCA D'ITALIA, *Assemblea generale dei partecipanti, Considerazioni finali*, 1985.

BRANZOLI N.-CAIUMI A., *How effective is an incremental ACE in addressing the debt bias? Evidence from corporate tax returns*, Commissione Europea, Taxation Papers, WP, n. 72, 2018.

CESARINI F., *Sistema bancario e offerta di capitale di rischio in Italia*, postfazione a LAMFALUSSY A., *I mercati finanziari europei*, Torino, 1972.

DATTA S.-ISKANDAR-DATTA M.-PATEL A., *Some Evidence on the Uniqueness of Initial Public Debt Offerings*, in *Journal of Finance*, 2000, 55(2).

FILIPPI E., *Le duecento Maggiori S.p.A industriali 1967-68*, in *L'impresa*, n. 1, 1970.

---

<sup>14</sup> FILIPPI (1970), 17.

<sup>15</sup> BANCA D'ITALIA (1985), 24.

- FINALDI RUSSO P.-MAGRI S.-RAMPAZZI C., *Innovative Start-Ups in Italy: Their Special Features and the Effects of the 2012 Law*, in *Politica Economica/Journal of Economic Policy*, 2016, n. 2.
- FRANZOSI A.-PELLIZZONI E., *La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane*, in *Borsa Italiana, BItNotes*, 2003, n. 7.
- GUAGLIANO C.-LINCIANO N.-MAGISTRO CONTENTO C., *The impact of financial analyst reports on small caps prices in Italy*, Consob, in *Quaderni di finanza*, 2013, n. 73.
- HALE G.-SANTOS J., *The decision to first enter the public bond market: The role of firm reputation, funding choices and bank relationships*, in *Journal of Banking and Finance*, 2008, n. 32.
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Finanza per la crescita: un piano per aumentare il credito e far crescere le imprese*, 2016, disponibile in [http://www.mef.gov.it/farsiunidea/booklet/Finanza\\_Crescita.pdf](http://www.mef.gov.it/farsiunidea/booklet/Finanza_Crescita.pdf).
- PAGANO M.-PANETTA F.-ZINGALES L., *Why Do Companies Go Public?*, in *Journal of Finance*, I, 1998.
- PELLIZZONI E., *Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa*, in *Borsa Italiana, BIt Notes*, 2002, n. 6, dicembre.
- SRAFFA, P., *La crisi bancaria in Italia*, in P. SRAFFA, *Saggi*, Bologna, 1986, traduzione di *The Bank Crisis in Italy*, in *Economic Journal*, 32, 1922, 178-197.

TAVOLA 1 – *Principali interventi normativi mirati a favorire l'accesso delle imprese al mercato dei capitali e a fonti di finanziamento diverse dal canale bancario*

Anno	Intervento	Descrizione	Principali riferimenti normativi
2011	ACE - Aiuto crescita economica	Incentivi al finanziamento delle piccole e medie imprese mediante capitale proprio attraverso la deduzione dal reddito imponibile di un importo corrispondente al rendimento nozionale del nuovo capitale proprio.	DL 201/2011 art. 1 ACE (Salva Italia)
2012	Minibond	Nuova disciplina sull'emissione di obbligazioni e cambiali finanziarie da parte di società non quotate sui mercati regolamentati.	DL 83/2012, art. 32 (Decreto Sviluppo)
2012/2015	Start-up e PMI innovative	Introduzione di benefici fiscali a favore di soggetti che investono nel capitale di rischio delle Start-up e delle PMI innovative. Possibilità di finanziamento tramite portali di equity crowdfunding.	DL 83/2012, art. 32 e DL 3/2015 art. 4
2014	Incentivi per la quotazione sul mercato azionario	Misure finalizzate ad agevolare l'accesso ai mercati finanziari da parte di piccole e medie imprese, sia incentivando direttamente la quotazione sia favorendo l'adozione della forma societaria di società per azioni (es. riduzione degli obblighi di natura informativa, ampliamento degli strumenti di mantenimento del controllo, abbassamento del capitale minimo richiesto per la costituzione di s.p.a.)	DL 91/2014
2014/2015	Eliminazione della ritenuta d'acconto su obbligazioni non quotate e operazioni di finanziamento a medio e lungo termine	Interventi mirati a favorire operazioni di private placement e finanziamenti di durata superiore a 18 mesi da parte di finanziatori esteri.	DL 91/2014, art. 21 e DL 3/2015, art. 6
2014	Direct lending per fondi di credito, assicurazioni e società di cartolarizzazione	Provvedimento volto ad autorizzare lo svolgimento dell'attività di finanziamento delle imprese da parte delle società di assicurazione, dei fondi di credito e delle società di cartolarizzazione.	DL 91/2014, art. 22
2015	Estensione dei soggetti che possono ottenere la garanzia pubblica sui finanziamenti concessi alle imprese	La norma estende la possibilità di richiedere l'intervento del Fondo Centrale di Garanzia, in precedenza limitata alle sole banche, alle imprese di assicurazione e agli organismi di investimento collettivo del risparmio.	DL 3/2015, art.8
2017	Piani individuali di risparmio (PIR)	Introduzione di agevolazioni fiscali per chi acquista, direttamente o tramite fondi, titoli di imprese e li mantiene in portafoglio per un periodo di almeno 5 anni	L. 232/2016

FIGURA 1. – *Numero di società non finanziarie italiane quotate in borsa*

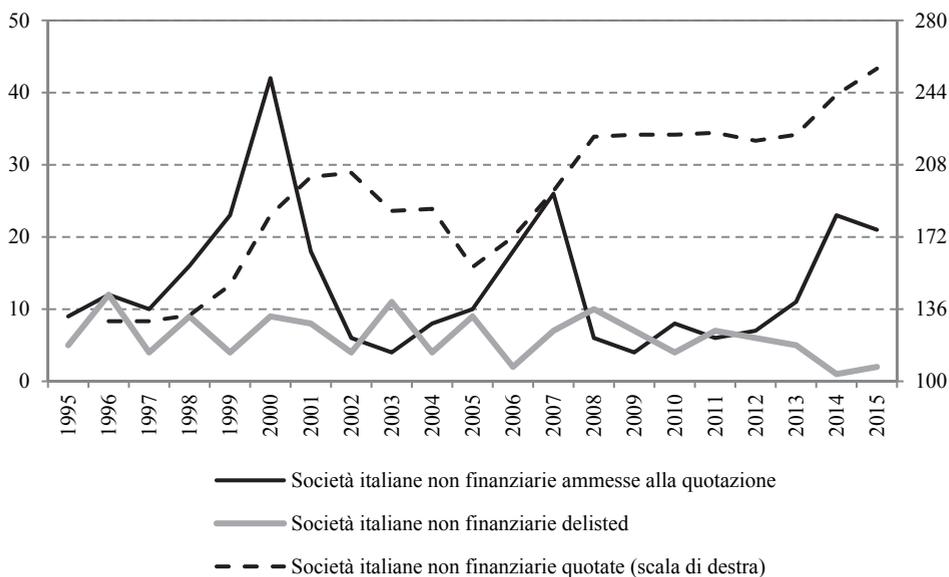


FIGURA 2. – Emissioni lorde di obbligazioni delle imprese non finanziarie italiane (miliardi di euro)

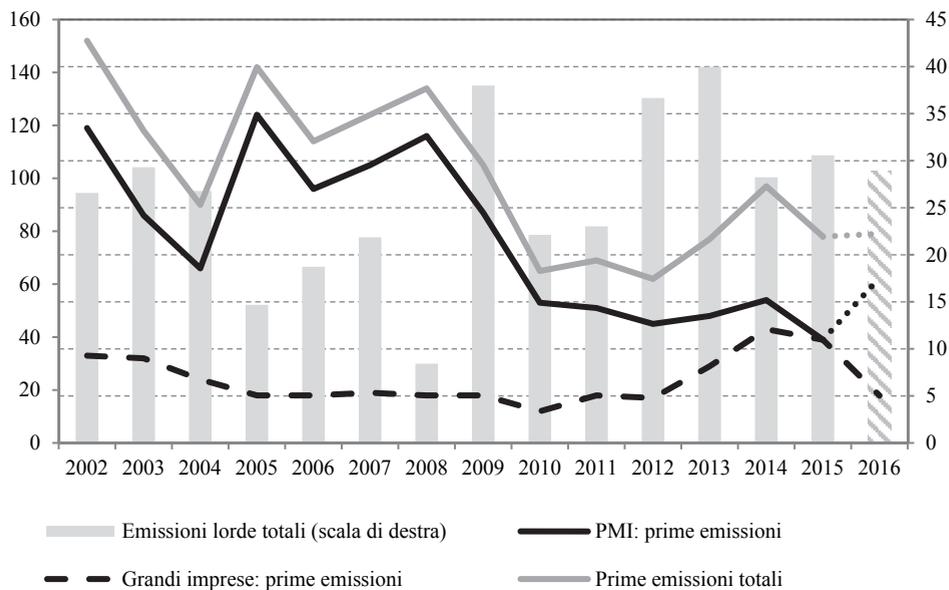


FIGURA 3. – Raccolta dei fondi comuni e tassi di interesse (miliardi di euro e punti percentuali)

