



The Adam Smith Society

***Il risparmio degli Italiani è al
sostegno della crescita?***

Milano, 27 Gennaio 2014

Paper

Programma

Apertura dei lavori ed introduzione

Alessandro De Nicola - Presidente, The Adam Smith Society

Moderatore

Marco Panara – Caporedattore, Affari & Finanza, La Repubblica

Intevengono

Fabio Panetta – Vicedirettore Generale, Banca d'Italia

Marco Carreri – Amministratore Delegato, AM Holding e Anima SGR

Donato Masciandaro – Professore Ordinario di Economia Politica, Università Bocconi

Andrea Piazzetta – Deputy General Manager- CFO, Banca Popolare di Vicenza

Dorothy de Rubeis – Senior Associate, Orrick

Si ringrazia per la collaborazione



Introduzione

L'Italia è un paese che storicamente conta su di un consistente tasso di risparmio, certamente diminuito a causa della lunga crisi economica ma rimasto ad un livello elevato rispetto ad altri paesi europei. Il dibattito dell'incontro mira a comprendere in che modo questo risparmio possa favorire la crescita economica poichè, nonostante tale attitudine, le aziende italiane risultano essere fortemente esposte nei confronti delle banche con un rapporto tra indebitamento bancario e finanziario che è il più alto tra i paesi Ocse. Il ricorso prevalente al canale bancario rappresenta sicuramente una criticità a causa anche della struttura di un sistema produttivo in cui le piccole e medie imprese rappresentano oltre il 70% del Pil e circa il 90% del numero di aziende. Ciò comporta che per le Pmi, proprio a causa delle ridotte dimensioni, sia da una parte più difficile ricorrere al risparmio degli investitori e allo stesso tempo, proprio per la storica diffidenza degli imprenditori, introdurre l'ingresso di nuovi soci nel capitale. Negli ultimi anni però il legislatore è intervenuto per rafforzare il mercato dei capitali, potenziando strumenti come i *minibond*, le cambiali finanziarie o il *crowdfunding*. Anche se per ora, nonostante diversi casi di successo, non è stato ancora riscontrato un ricorso massiccio delle imprese nell'utilizzo di questi mezzi che altrettanto rappresentano una nuova opportunità in un periodo di stretta creditizia e in cui il sistema bancario deve affrontare diverse criticità.

Un sistema finanziario per la crescita

La lunga crisi economica ha comportato costi significativi che hanno pesato non poco sull'economia italiana. Infatti dal 2007 Pil è sceso del 9%, la produzione industriale del 25% e il numero degli occupati si è ridotto di 1 milione di unità. La crisi inoltre ha registrato un forte impatto anche sul sistema bancario ponendo gli istituti di credito di fronte ad un peggioramento delle condizioni di raccolta e della qualità del credito. Tutto ciò ha indebolito i bilanci delle banche ed ha comportato una stretta creditizia anche a causa del basso grado di patrimonializzazione e del forte indebitamento delle aziende italiane sempre più fragili rispetto alle tempeste finanziarie. In pratica la crisi ha riproposto alcuni degli storici problemi del sistema finanziario italiano che rendono il credito costoso per le imprese e rischioso per le banche: assenza di mercati azionari e obbligazionari sviluppati, eccessiva dipendenza dalle banche ed incapacità di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito.

Il vice direttore generale della Banca d'Italia **Fabio Panetta** nel suo intervento dal titolo "*Un sistema finanziario per la crescita*" compie un'analisi delle motivazioni che hanno portato ad una limitazione dell'erogazione del credito bancario e si sofferma su quali siano i possibili interventi per affiancare al canale bancario altre forme di finanziamento per le imprese. Dall'avvio dell'unione monetaria in Italia è difatti notevolmente aumentato il ricorso al credito bancario per finanziare le imprese, sia a causa di una forte domanda che per la presenza di tassi più bassi garantiti dall'Euro. Con lo scoppio della crisi economica i prestiti bancari si sono fortemente ridotti, sia per la contrazione della domanda dovuta alla recessione che per una restrizione dell'offerta di utilizzo da parte delle banche di criteri

più stringenti di erogazione del credito. La restrizione creditizia, a sua volta, si è resa necessaria sia per il deterioramento della qualità dei prestiti e quindi per l'aumento delle sofferenze che per l'inasprimento dei requisiti patrimoniali richiesti dalla normativa internazionale. A partire dal 2000 all'espansione dei prestiti bancari è corrisposto un aumento dell'indebitamento delle imprese, che però non sono riuscite ad incrementare la capacità di sostenere questo debito: si è ridotto al minimo storico il grado di copertura degli investimenti con fonti interne, è peggiorata la redditività ed è rimasta ferma la produttività. L'indebitamento delle imprese italiane risulta essere molto elevato: nel 2012 il *leverage* superava di 6 punti quello della zona-Euro e della Germania e di 14 punti quello della Francia con un divario assai più ampio per le società di piccole dimensioni.

Di norma dopo una recessione prolungata non si riscontra un'immediata ripresa dei finanziamenti e generalmente una maggiore erogazione di credito si verifica circa un semestre dopo la ripresa del Pil. Per agevolare l'uscita dalla crisi e agganciare da subito la ripresa, le aziende italiane hanno quindi bisogno di un sistema finanziario pienamente funzionante e che, oltre agli interventi congiunturali, si avviino una serie di riforme strutturali che favoriscano lo sviluppo del mercato dei capitali e degli investitori istituzionali, creando un sistema simile a quello degli altri principali paesi occidentali.

Gli ambiti in cui, secondo Fabio Panetta, è necessario intervenire per creare un sistema finanziario più articolato sono: il credito bancario, il capitale azionario, i finanziamenti non bancari e le cartolarizzazioni. Riguardo al credito bancario uno strumento congiunturale utile, specialmente per le società di minore dimensione, è quello della garanzia di prestiti alle imprese. Un esempio è il Fondo di Garanzia per le piccole imprese che in questi anni di crisi e stretta creditizia ha permesso a numerose aziende, che non avrebbero avuto i requisiti necessari, di accedere ai finanziamenti bancari garantiti dallo Stato. Interventi simili sono quelli effettuati dalla Cassa Depositi e Prestiti, che ha istituito fondi per fornire credito a basso costo alle Pmi, oppure, nel privato, da Abi e associazioni imprenditoriali attraverso moratorie che hanno permesso alle aziende di superare momenti difficili.

La struttura economica delle imprese italiane, oltre ad una iniezione di credito, avrebbe bisogno di maggiore capitale azionario. Per mettersi in linea con la media europea le aziende dovrebbero trasformare in capitale di rischio una somma tra i 150 e i 220 miliardi di euro. Questo passaggio può avvenire solo attraverso una riforma fiscale che riduca gli incentivi all'indebitamento come l'eccessiva imposizione fiscale. Difatti l'elevata tassazione favorisce l'indebitamento a causa della deducibilità degli interessi passivi ed alimenta la riluttanza delle imprese ad accedere ai mercati. Nonostante un sistema produttivo non tanto dissimile da quello di altri paesi come la Francia, in Italia c'è una scarsa propensione da parte delle aziende a quotarsi in borsa: sulla decisione di non aprirsi al mercato pesa sicuramente la volontà di tenere il controllo dell'azienda in "*famiglia*" ma anche la difficoltà a sopportare ulteriori oneri come la maggiore visibilità, agli occhi delle autorità di controllo, degli azionisti di minoranza e del fisco in presenza di un già gravoso peso fiscale. La scelta di non quotarsi in borsa d'altra parte, impedisce alle imprese di dotarsi di una struttura finanziaria più solida e di ridurre il costo del credito. Negli ultimi anni però si sono manifestati segnali che vanno nella direzione giusta: nel 2013 infatti si sono quotate circa venti imprese italiane, il numero più alto dal 2007, ma c'è bisogno di sgravi ed incentivi continuativi per riuscire seriamente a sviluppare il mercato azionario.

Un altro ramo del mercato finanziario poco sviluppato nel nostro paese è quello obbligazionario. In questi anni di crisi, in corrispondenza di una restrizione del credito bancario, è aumentato il

collocamento di titoli obbligazionari (dal 2009 ad oggi in media 30 miliardi l'anno rispetto ai 19 miliardi del periodo 2005-2007) consentendo ai grandi gruppi italiani di ridurre di un terzo l'indebitamento bancario e quindi di ridurre la dipendenza dai finanziamenti delle banche. Nonostante l'incremento degli ultimi anni però il mercato obbligazionario rimane ancora ridotto rispetto ad altri paesi sviluppati ed è riconducibile solo a poche grandi aziende, mentre le piccole e medie imprese hanno approfittato in misura ridotta della possibilità di emettere i cosiddetti *minibond* che complessivamente hanno riguardato una ventina di collocamenti per un valore complessivo di circa 5 miliardi. Le difficoltà delle Pmi a ricorrere ai *minibond* riflettono la generale complessità in questo periodo di crisi di valutare il merito di credito delle piccole aziende e ciò comporta il pagamento di rendimenti elevati da parte degli emittenti. Queste criticità però offrono grandi margini e opportunità agli intermediari specializzati di giudicare il merito di credito delle piccole imprese e quindi di implementare il ricorso a questo strumento.

Anche le cartolarizzazioni sono uno strumento che, dopo un uso disinvolto nel periodo che ha preceduto la crisi economica, potrebbe tornare ad essere utilizzato per consentire alle imprese di raggiungere gli investitori istituzionali senza sopportare i costi legati alla quotazione in borsa o alla emissione di obbligazioni. Ora questo mercato è prosciugato ma con la ripresa di un ciclo economico favorevole le cartolarizzazioni potranno consentire di ridurre lo *stock* di crediti deteriorati e permettere di liberare nuove risorse per finanziare le attività produttive.

Dopo una lunghissima recessione, secondo Fabio Panetta, iniziano ad arrivare i primi segnali di miglioramento, come i primi dati di crescita del Pil e della produzione industriale, ma questi indicatori non bastano da soli ad ottenere una crescita consistente e duratura se al contempo non c'è un adeguato sostegno finanziario alle imprese. La crisi economica ha portato allo sviluppo di mercati dei capitali precedentemente poco utilizzati, sono infatti aumentate sia le quotazioni in borsa che le emissioni di obbligazioni ma questo ricorso ha riguardato principalmente le grandi imprese e poco le Pmi. Si sottolinea inoltre che con la ripresa economica la richiesta di finanziamenti non potrà più essere soddisfatta solo dalle banche che quindi potranno assumere un importante ruolo nell'indirizzare ed assistere le piccole imprese ad accedere direttamente al mercato dei capitali. Allo sforzo delle banche nel mutare una parte del proprio lavoro e di quello degli imprenditori, che saranno tenuti ad investire maggiormente nelle proprie imprese e ad aprirsi alla trasparenza e ai controlli di soggetti esterni, è necessario però affiancare una politica economica che riduca gli ostacoli allo sviluppo del mercato dei capitali e il carico fiscale sulle imprese.

Risparmio e (de)crescita in Italia: causa o effetto?

Nella teoria tradizionale lo *stock* di capitale è il motore della crescita e da esso dipende la produttività del sistema, pertanto maggiori investimenti possono avvenire solo in presenza di maggiore risparmio. Il problema che affronta il prof. **Donato Masciandaro**, durante il suo intervento, è capire se il declino economico italiano dipenda dallo stato del risparmio.

Al di là della crisi prima globale e poi europea, osservando i dati, si nota che la caduta del Pil pro capite italiano è una caduta tendenziale ormai ventennale della capacità di produrre reddito. A differenza di altri paesi che sono già tornati ai livelli di reddito pre-crisi, l'Italia è ancora lontana e mostra una incapacità di produrre ricchezza. Ciò potrebbe essere spiegato con un deficit di *stock*

capitale ma i dati mostrano che invece l'Italia ha storicamente uno *stock* di capitale sistematicamente maggiore di molti altri paesi. Se lo *stock* di capitale rimane positivo, il problema riguarda la produttività che negli ultimi 40 anni ha avuto un andamento decrescente per diventare poi negativo nell'ultimo decennio. In pratica in Italia il capitale c'è ma è improduttivo.

Le spiegazioni all'improduttività possono essere due e non per forza alternative: oltre al capitale propriamente inteso un paese ha bisogno di un capitale civile ovvero della difesa dei diritti della persona e della proprietà. La produttività del capitale dipende quindi dal capitale civile e cioè dal ruolo e dall'efficienza delle istituzioni pubbliche. Non c'è quindi nulla di strano che paesi come la Germania, che hanno storicamente uno *stock* di capitale inferiore, crescano di più. Ciò è dovuto proprio a causa della maggiore produttività del capitale tedesco. Gli indicatori della *World Bank* mostrano anche che la qualità delle politiche italiane (politiche pubbliche, tutela del mercato e tutela delle regole e anticorruzione) sia sistematicamente peggiore rispetto a quella tedesca. I dati mostrano non solo l'inefficienza delle decisioni politiche italiane ma anche che durante il decennio dell'Unione monetaria il divario con la Germania in questo campo sia aumentato. Pertanto lo *stock* di capitale privato non è messo nelle migliori condizioni di operare ed è normale che non porti un contributo positivo alla crescita.

La seconda spiegazione, che non si contrappone alla prima, sostiene che la cattiva produttività del capitale privato dipenda dalla cattiva *governance* dello stesso. Entrambe le motivazioni spiegano lo stato non soddisfacente del flusso del risparmio: se il capitale non è produttivo non c'è alcuna ragione per cui attirare risparmi. Un altro problema è che il capitale in Italia affluisce nei settori sbagliati. Mentre in Germania c'è una relazione tra produttività e allocazione del credito, cioè le banche danno credito ai settori produttivi, in Italia la relazione è inversa: il credito va dove c'è bassa produttività.

Ci troviamo quindi in un sistema produttivo che opera in un pessimo sistema di capitale e che produce effetti negativi sul capitale privato e su quello finanziario. Il *deficit* di risparmio non è quindi inspiegabile, non è una causa, ma è il risultato di un sistema inefficiente. Secondo Donato Masciandaro queste criticità non hanno l'attenzione che meriterebbero. Nel dibattito pubblico c'è invece una sopravvalutazione dei temi legati al risparmio, alla liquidità e alla moneta, con aspettative eccessive dal ruolo e dalla possibilità di intervento delle banche centrali. La continua richiesta di iniezioni di liquidità infatti avviene perché non funzionano le altre politiche economiche e diventa quindi, soprattutto da parte chi opera nel settore finanziario, la richiesta di un artificio per superare quest'inefficienza di sistema. Il problema quindi non è tanto la legittima e razionale richiesta di maggiore liquidità da parte degli operatori di settore ma la disattenzione nei confronti di politiche fiscali e strutturali inefficaci non solo da parte dei *policy makers* "che sono miopi per natura e hanno un orizzonte che non coincide con il benessere sociale", ma anche dagli osservatori. Nel dibattito tra crescita e risparmio non si può quindi dimenticare che quest'ultimo sia solo un tassello che non può fare molto in un sistema inefficiente.

I nuovi strumenti di raccolta del credito per le imprese

Sono diversi gli strumenti che consentono alle imprese di diversificare i canali di raccolta del credito e quindi di accedere al mercato dei capitali attraverso l'emissione di titoli obbligazionari. **Dorothy de**

Rubeis, senior associate dello studio legale Orrick, nel suo intervento illustra il panorama legislativo italiano, che in questo settore ha visto venire alla luce i primi provvedimenti nel 2011 e l'ultimo nel recente decreto "*destinazione Italia*". L'intervento del legislatore è stato frastagliato, arrivando in alcuni casi ad abrogare disposizioni da poco approvate, ma in generale gli strumenti attualmente a disposizione delle imprese sono i cosiddetti *minibond* (obbligazioni e cambiali commerciali), le obbligazioni partecipative o con clausola di subordinazione, i *project bond* e il *crowdfunding* (strumento che permette di accedere al mercato del rischio ma la cui normativa è ancora in corso di perfezionamento).

Il mercato dei *minibond* è quello che ha dato maggiori segnali di vitalità, con un ricorso non esplosivo ma comunque crescente particolarmente da parte di imprese di medio-grandi dimensioni con fatturato di oltre 50 milioni di euro. La principale novità introdotta con i *minibond*, spiega l'avv. de Rubeis, è la rimozione dei limiti civilistici e fiscali previsti dalla precedente disciplina che hanno limitato il ricorso al debito, e quindi l'accesso ai capitali, per le società non quotate. Attualmente una società non quotata che decide di ricorrere ai *minibond* può superare il limite di emissione previsto (il doppio del capitale sociale e delle riserve) a condizione che l'emissione sia quotata o negoziata in un sistema multilaterale di negoziazione. Quindi la nuova legislazione incentiva l'accesso delle società non quotate al mercato dei capitali ma a patto che si sottoponga ad una procedura che permette di rilasciare informazioni sul mercato ed assicurare maggiore trasparenza. Oltre ad eliminare alcuni limiti civilistici, il legislatore è intervenuto per semplificare il trattamento fiscale per le società non quotate: la disciplina equipara i *minibond* ai titoli obbligazionari emessi da società quotate per quanto riguarda la deducibilità degli interessi passivi, la disapplicazione della ritenuta per gli investitori dei paesi di *white list* e la deducibilità dei costi di emissione. Con una delle ultime modifiche alla materia il decreto "*destinazione Italia*" ha inoltre recepito alcune delle criticità emerse dal punto di vista operativo facendo chiarezza sul regime delle garanzie.

Minibond, soluzioni di finanziamento per le Pmi

Negli ultimi anni si sono avvicinati operatori che hanno cercato di mettere in pratica gli strumenti e opportunità che la legislazione e il mercato stanno offrendo per superare le crisi e le difficoltà di accesso al credito. Alcune istituzioni finanziarie, come Banca Popolare di Vicenza, hanno cercato nuovi modi per trasformare il risparmio in credito alle imprese, modificando il ruolo della banca da semplice erogatore di credito ad intermediario attraverso l'utilizzo di strumenti innovativi come i *minibond*. **Andrea Piazzetta**, *deputy general manager* - CFO di Banca Popolare di Vicenza, spiega durante il suo intervento, come il lavoro in questo campo parta da un'analisi puntuale del credito sul territorio allo scopo di allineare l'interesse della banca ai potenziali investitori. La banca si è infatti dotata di un fondo che acquista direttamente i *minibond* e successivamente cerca gli investitori più appropriati sul mercato. Se il credito è ben erogato e frazionato è quindi possibile piazzare sul mercato internazionale un portafoglio di credito alle Pmi mostrando un atteggiamento differente rispetto a quello pigro con cui spesso le banche italiane si sono appoggiate all'erogazione di credito della Bce.

Il mercato in tal modo risponde positivamente al rischio e con questo strumento in breve tempo Banca Popolare di Vicenza riuscirà a raggiungere 20 emissioni da parte di imprese che non si sono sottratte ad un livello maggiore di trasparenza per accedere al mercato. Visti i risultati positivi

un'apertura maggiore a questi strumenti dal punto di vista normativo e un cambio di mentalità da parte degli imprenditori potranno portare ad un ulteriore sviluppo di questi strumenti.

Serve un'industria domestica del risparmio?

Se serve un'industria domestica del risparmio e se l'Italia sia in grado di attrarre investimenti sono invece le questioni affrontate da **Marco Carreri**, amministratore delegato di Am Holding e di Anima Sgr. La risposta, rispetto alla prima domanda di un operatore professionale di fronte ad una grande ricchezza privata e di una forte domanda delle aziende, non può che essere positiva. Sarebbe assurdo rinunciare in Italia ad un'attività del risparmio gestito, soprattutto perché in questi anni è stato fatto molto sia da parte dei regolatori che da parte delle società di gestione per costruire un'industria sana: ci sono presidi e assetti organizzativi molto più solidi rispetto ad un decennio fa, i gestori hanno molta più esperienza e competenze più elevate. Il settore dopo il 2008 si è anche trovato ad affrontare una tematica nuova come il rischio di credito, un rischio che precedentemente non veniva percepito, a cui oggi invece tutte le aziende dedicano team specifici. Al riguardo il regolatore ha anche previsto che entro il 30 marzo tutte le SGR si dotino di sistemi di analisi del merito di credito autonomi. Resta da capire se le SGR possano essere investitori stabili in questo mercato. Sicuramente gli strumenti che polverizzano il rischio vengono visti con interesse, ma sul tema del finanziamento delle piccole e medie aziende bisogna considerare che abbiamo visto emissioni di minibond che vanno dal milione ai 400 milioni: al di sotto dei 10 milioni di emissione i costi fissi incomprimibili non rendono conveniente l'investimento.

Il nocciolo del problema invece è capire se il paese sia attrezzato a trattenere e prosperare questo settore in Italia, visto che negli ultimi anni c'è stata una vera e propria fuga degli operatori verso piazze più agevoli e competitive come il Lussemburgo e l'Irlanda. Se si considerano le vessazioni che il settore ha subito e sta subendo in questi tempi, a partire dalla *Tobin tax* per finire all'addizionale Ires dell'8,5%, appare evidente che saranno pochi gli operatori che continueranno a rimanere in Italia. La fuga verso l'Irlanda ad esempio trova una spiegazione proprio nelle scelte opposte dei due governi: mentre l'Italia ha deciso di penalizzare fiscalmente il settore, l'Irlanda, nonostante una durissima crisi, ha scelto di non seguire la strada semplice dell'aumento fiscale e ha deciso di non alzare la *corporate tax* del 12%, proprio per infondere certezza agli investitori. Il contrario di quanto fatto dall'Italia.