

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

G. GOBBI - A. SANGUINETTO - P. MODIANO - L. FILIPPA

“LA SITUAZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE PICCOLE MEDIE IMPRESE ITALIANE”

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su:
***“Fiducia, innovazione, regole e comportamenti
nell'industria bancaria”***
Castello dell'Oscano - Perugia, 6-7-8 marzo 2008

QUADERNO N. 241

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

G. GOBBI - A. SANGUINETTO - P. MODIANO - L. FILIPPA

“LA SITUAZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE PICCOLE MEDIE IMPRESE ITALIANE”

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su:
***“Fiducia, innovazione, regole e comportamenti
nell'industria bancaria”***
Castello dell'Oscano - Perugia, 6-7-8 marzo 2008

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it
sito web: assbb.it

Dott. Giorgio GOBBI,

Titolare Divisione Struttura e Intermediari Finanziari del Servizi Studi di struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia

Dott.ssa Silvia MAGRI,

Divisione Struttura e Intermediari Finanziari del Servizi Studi di struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia

Le famiglie italiane: meno risparmio e più debiti?*

Sommario

Tra il 2000 e il 2007 il credito concesso da banche e società finanziarie alle famiglie italiane è quasi raddoppiato. In presenza della modesta crescita del reddito disponibile realizzata nel periodo, la valutazione della sostenibilità del debito accumulato dalle famiglie è un questione di grande interesse non solo analitico, ma anche per la politica economica. Questa nota offre un contributo alla conoscenza del problema attraverso un esame sia delle principali statistiche macroeconomiche, sia dei dati disaggregati rilevati dall'Indagine sui bilanci delle famiglie condotta periodicamente dalla Banca d'Italia. Le informazioni disponibili indicano che, nonostante la recente forte crescita, tanto il livello del debito quanto la quota di famiglie indebitate rimangono su valori relativamente contenuti nel confronto internazionale. I problemi di sostenibilità del debito appaiono circoscritti alle fasce di famiglie che si sono indebitate per acquistare l'abitazione e il loro reddito appartiene alla coda inferiore della distribuzione. Un problema non meno rilevante della sostenibilità del debito è quello dell'ampliamento delle opportunità di accesso del credito alle famiglie.

* Le affermazioni contenute in questo lavoro esprimono unicamente il punto di vista degli autori e non sono in alcun modo riconducibili all'istituzione di appartenenza.

1. Introduzione

Per lungo tempo le famiglie italiane hanno compiuto le proprie scelte finanziarie entro i rigidi confini posti da un'elevata propensione al risparmio e un'altrettanto elevata avversione al debito. Nell'arco di poco più di un decennio questi connotati distintivi si sono notevolmente affievoliti. La frazione del reddito disponibile destinata al risparmio si è progressivamente ridotta dal 20 a poco più del 10 per cento, mentre, sempre in rapporto al reddito, l'incidenza del debito è salita dal 15 al 40 per cento. Benché i due fenomeni riflettano forze economiche distinte e, in larga misura indipendenti, il declino della propensione al risparmio e la crescita delle passività finanziarie hanno contribuito ad alimentare la rappresentazione di un disagio economico diffuso e in espansione tra le famiglie italiane.

Il calo della quota dei redditi destinata al risparmio è il frutto dell'espansione molto modesta degli stessi redditi. Dall'inizio degli anni Novanta, la dinamica dei consumi, comunque assai moderata se comparata con quella delle altri principali economie avanzate, è stata più vivace di quella del reddito, sostenuta dall'aumento della ricchezza finanziaria prima e, in misura più contenuta, da quella immobiliare conseguente ai forti rialzi dei prezzi delle case¹. Il calo della propensione al risparmio può essere interpretata come un segnale di disagio economico in quanto indice di una bassa crescita dei redditi e quindi dell'economia nel suo complesso.

Di contro, la crescita del debito non è necessariamente un indizio di diffuse difficoltà economiche. Di per sé un più ampio accesso al mercato del credito è un fattore positivo per-

¹ Un'analisi comparata della dinamica di consumi e redditi è contenuta in Mario Draghi, "Consumo e crescita in Italia", 48^a Riunione Scientifica Annuale della Società Italiana, Torino, 2007. (http://www.bancaditalia.it/interventi/integrov/2007/26102007/Draghi_26_10_07.pdf).

ché apporta flessibilità nella formulazione dei piani di risparmio e di spesa, rendendo meno stringenti i vincoli posti dalle entrate correnti. Mutui che coprono una percentuale relativamente elevata del valore dell'immobile consentono di acquistare l'abitazione anche ai giovani che non hanno ancora accumulato risparmi e non sono in grado di ricorrere a risorse messe a disposizione dalla famiglia di origine. L'acquisto dell'abitazione rappresenta di gran lunga l'investimento più importante effettuato da un cittadino o da un nucleo familiare, e la possibilità di poter scegliere il momento più propizio per intraprenderlo aumenta il benessere lungo l'intero ciclo vitale. Argomenti analoghi si estendono ad altre forme di indebitamento, come quelle connesse con il credito al consumo.

Accanto ai vantaggi, il ricorso al debito presenta dei rischi, sia individuali sia collettivi. La restituzione del capitale e il pagamento degli interessi - le rate periodiche - sottraggono risorse alle entrate correnti, riducono la capacità di spesa, limitano l'elasticità del bilancio familiare a fronte di uscite impreviste. I ritardi nei pagamenti e, nei casi più gravi l'insolvenza, comportano costi sia monetari (interessi di mora, spese legali), sia non pecuniari come, ad esempio, il disagio legato all'abbandono forzato di un'abitazione in seguito a una procedura esecutiva immobiliare.

Quando la fascia degli individui e delle famiglie insolventi diventa molto ampia, i costi individuali si sommano e si amplificano fino a interessare l'intera collettività, con riflessi negativi anche su coloro che insolventi non sono. Questi costi traggono origine dall'indebolimento dei bilanci delle banche, dal quale conseguono condizioni di offerta del credito più restrittive sia per le imprese sia per le famiglie stesse. Le recenti vicende legate alla crisi finanziaria innescata dalle insolvenze sui mutui ad alto rischio negli Stati Uniti sono un esempio recente di questa catena di eventi.

Con i mutui e il credito al consumo è cresciuta anche l'at-

tenzione verso la sostenibilità del debito da parte delle famiglie italiane. Le frequenti inchieste degli organi di stampa dedicate all'erosione dei redditi familiari compiuta dalle rate assumono spesso toni allarmati relativamente sia al numero di famiglie in difficoltà, sia alle conseguenze dei rialzi dei tassi di interesse. Provvedimenti a sostegno delle famiglie indebitate sono entrati a far parte delle misure, attivate o semplicemente proposte, di politica economica tanto del governo centrale quanto delle amministrazioni locali. Non di rado, tuttavia, risulta assai difficile delineare con precisione l'entità e la natura stessa dei problemi oggetti di dibattito. I dati utilizzati non sempre sono coerenti tra di loro e la dimensione del "disagio da debiti" tende spesso a dilatarsi notevolmente.

Questa nota intende fornire un contributo statistico utilizzando da un lato i dati aggregati sull'indebitamento del settore delle famiglie rilevati nelle statistiche ufficiali - di fonte ISTAT per quanto riguarda la contabilità nazionale e Banca d'Italia per il livello del debito - e dall'altro le informazioni disaggregate dell'Indagine sui bilanci delle famiglie, condotto con frequenza biennale dalla Banca d'Italia su un campione di circa 8.000 famiglie, la cui solidità metodologica è ampiamente riconosciuta in campo accademico².

Il quadro che emerge da questi dati è piuttosto diverso da quello solitamente rappresentato negli organi di comunicazione di massa. Benché sia cresciuto a ritmi molto elevati, il livello di indebitamento del settore delle famiglie italiane rimane ancora molto distante non soltanto da quello raggiunto dai paesi anglosassoni, ma anche da quello dei paesi dell'Europa continentale con cui è più frequente il confronto. La quota di famiglie indebitate nell'ultimo decennio è aumentata in misura molto contenuta, e quella delle famiglie con un mutuo è ritornata nel 2006 al 12 per cento, il valore che aveva toccato

² Dati e notizie sull'indagine sui bilanci delle famiglie periodicamente condotta dalla Banca d'Italia sono disponibili sul sito www.bancaditalia.it/statistiche.

alla metà degli anni Novanta. La partecipazione al mercato del credito rimane confinata tra le famiglie che appartengono alle classi di reddito e di ricchezza più elevate ossia a coloro che meglio sono in grado di far fronte agli oneri del debito.

Tutto questo non significa che non vi sia una fascia della popolazione indebitata per la quale i mutamenti nel mercato del credito, come ad esempio un rialzo dei tassi di interessi o il venir meno anche solo temporaneamente di una fonte di reddito, possano incontrare difficoltà per ripagare le rate. Sulla base dei dati disponibili, si stima che queste famiglie rappresentino circa l'1 per cento del totale, ossia circa 230 mila unità. Si può, tuttavia, argomentare che la fonte delle difficoltà non siano tanto gli oneri del debito, quanto il costo dell'abitazione, la cui incidenza sul reddito è aumentata in misura considerevole nell'ultimo decennio.

2. L'evoluzione del debito: i dati aggregati

Alla fine del 2007 il volume dei prestiti concessi alle famiglie italiane dalle banche e dalle società finanziarie specializzate nel credito al consumo superava i 400 miliardi di euro, 250 dei quali costituiti da finanziamenti per l'acquisto di abitazioni. All'inizio del decennio i corrispondenti valori erano pari a 180 e a 90 miliardi; da allora il tasso di crescita medio annuo dello stock complessivo dei finanziamenti alle famiglie italiane è stato del 12 per cento all'anno; quello relativo alla componente destinata all'acquisto di abitazioni del 15 per cento. Si tratta di ritmi di espansione molto rapidi, più rapidi di quello dei prestiti agli altri settori dell'economia. A questo forte sviluppo hanno contribuito sia cambiamenti nei comportamenti delle famiglie (domanda), sia una più ampia disponibilità di finanziamenti (offerta).

Dal lato della domanda il fattore di gran lunga più rilevante è stato il calo del costo del credito. Per circa un quarto

di secolo, dai primi anni Settanta alla metà dello scorso decennio, i tassi di interesse nominali sui prestiti bancari in Italia, compresi quelli concessi alle famiglie, si sono collocati al di sopra del 10 per cento, con punte oltre il 20 per cento. Anche i tassi di interesse reali, ossia il costo del debito al netto della variazione dei prezzi, sono stati per lungo tempo estremamente elevati, ben al di sopra del 5 per cento. In un simile contesto la convenienza per le famiglie a contrarre debiti era molto limitata. Nella seconda metà degli anni Novanta il raggiungimento della stabilità monetaria ha avuto come diretta conseguenza quella di rendere il credito accessibile a costi storicamente molto contenuti e di offrire una prospettiva di stabilità dei tassi su bassi livelli nel medio e lungo periodo. Ad esempio, tra il 2003 e il 2005, quando i tassi di interesse di mercato hanno toccato valori storicamente molto bassi, il tasso annuo effettivo globale (TAEG) sui nuovi prestiti erogati alle famiglie e destinati all'acquisto o alla ristrutturazione di abitazioni (una buona misura del costo dei mutui) è stato inferiore al 4 per cento in termini nominali e attorno al 2 per cento una volta sottratta la variazione dei prezzi al consumo. I rialzi dei tassi registrati negli ultimi due anni non hanno comunque mutato le condizioni di fondo del mercato del credito assai favorevoli per i debitori.

Il livello particolarmente contenuto dei tassi di interesse ha fatto sì che dall'inizio del decennio in corso il peso delle rate (rimborso del capitale e pagamento degli interessi) sul complesso del reddito disponibile delle famiglie italiane, calcolato su base annua, sia aumentato di appena due punti percentuali, raggiungendo alla fine del 2007 un valore di poco inferiore all'8 per cento. I dati aggregati si riferiscono tuttavia al complesso delle famiglie con e senza debito e quindi non tengono conto di come si distribuisce questo onere. Questo aspetto sarà analizzato in dettaglio più avanti utilizzando i dati dell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane.

L'abbassamento dei tassi di interesse e la stabilità mone-

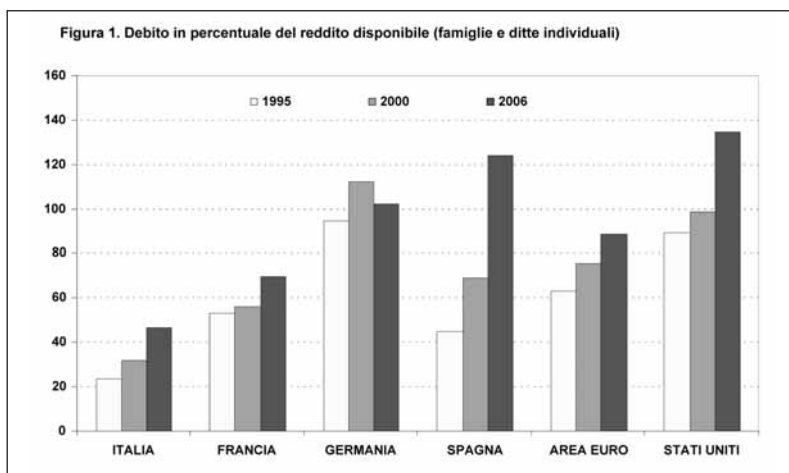
taria hanno favorito gli investimenti in attività a lungo termine. Durante gran parte degli anni Novanta i prezzi reali delle abitazioni si erano progressivamente ridotti e alla fine del decennio erano più bassi di circa il 15 per cento rispetto ai picchi del 1992-1993. Non solo: nel 1997 furono introdotti benefici fiscali per le ristrutturazioni di abitazioni che hanno contribuito alla ripresa del mercato immobiliare. L'aumento della domanda di abitazioni, a fronte di un'offerta poco elastica, si è riflesso in un rialzo dei prezzi, che a sua volta ha ampliato il ricorso a prestiti bancari per finanziare gli acquisti.

La crescita della domanda di prestiti da parte delle famiglie ha trovato condizioni particolarmente favorevoli dal lato dell'offerta. La legge bancaria del 1993 eliminò completamente le segmentazioni all'interno del mercato creditizio: la possibilità di offrire mutui, in precedenza soggetta a forti limitazioni, è stata estesa a tutte le banche la cui rete distributiva, (principalmente gli sportelli, ma anche i negozi finanziari e Internet) si è notevolmente ampliata negli ultimi 15 anni. Attualmente in tutti i 35 mila sportelli bancari presenti in Italia è possibile richiedere un prestito per l'acquisto di abitazione; a questo si aggiungono gli uffici postali che erogano i servizi della rete Bancoposta. I clienti possono acquisire informazioni e avviare le procedure per ottenere i prestiti anche nei negozi finanziari, sui siti Internet delle banche e presso le reti delle principali agenzie immobiliari.

Ulteriori stimoli all'espansione dei prestiti alle famiglie sono venuti dalla crescente concorrenza tra le banche e dall'innovazione finanziaria. La prospettiva di guadagnare quote in un segmento di mercato in rapida espansione ha spinto gli intermediari a competere sia abbassando i tassi, sia offrendo una varietà di forme di finanziamento, altamente flessibili e in grado di adattarsi alle diverse esigenze della clientela. Ne sono esempi la pluralità di piani di ammortamento che ogni banca è in grado di offrire e le soluzioni assicurative per elevare la quota del valore dell'immobile finanziabile attraverso il

mutuo. Secondo una recente indagine condotta dalle filiali della Banca d'Italia³, i finanziamenti erogati nel 2006 coprivano, in media, poco meno del 70 per cento del valore dell'immobile, una frazione molto più elevata rispetto anche al recente passato. Tra il 2003 e il 2006 le banche che offrono mutui con durata superiore ai 30 anni sono passate dal 15 al 60 per cento del totale, quelle che offrono mutui con rata di rimborso costante e durata variabile dal 25 al 70 per cento.

Nonostante la rapida crescita degli ultimi anni il livello del debito delle famiglie italiane rimane, tuttavia, molto contenuto nel confronto internazionale. Dati comparabili sono disponibili soltanto per una definizione allargata del settore delle famiglie che include anche le ditte individuali (le microimprese con non più di 5 addetti) che, in Italia, hanno un peso più elevato rispetto agli altri paesi. Alla fine del 2006 il complesso dei debiti finanziari delle famiglie italiane secondo questa definizione era pari al 47 per cento del prodotto interno lordo (PIL) a fronte dell'87 per cento nella media dell'area dell'euro e del 134 per cento negli Stati Uniti (fig. 1).



³ Si veda Paola Rossi, *L'offerta di mutui alle famiglie: caratteristiche, evoluzione e differenze territoriali. I risultati di un'indagine campionaria*, Banca d'Italia, Quaderni di Economia e Finanza, in corso di pubblicazione.

L'espansione dei prestiti alle famiglie è stato un fenomeno comune a tutti i principali paesi avanzati, con la sola eccezione della Germania, perchè comuni ne sono state le determinanti: bassi tassi di interesse, ciclo espansivo del mercato immobiliare, deregolamentazione e innovazione nell'industria finanziaria⁴. La convergenza delle famiglie italiane verso i livelli debito prevalenti negli altri paesi avanzati è stata parziale e ha colmato soltanto in minima parte i differenziali ereditati dal passato. La crescita molto contenuta dell'economia italiana, e dei redditi delle famiglie, negli ultimi anni ha verosimilmente frenato la crescita del debito. Tra gli altri fattori vi è la composizione per fasce di età della popolazione e quella dei nuclei familiari, il grado di urbanizzazione e la struttura dell'occupazione. Uno studio condotto sui dati rilevati dall'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, che la Banca d'Italia effettua periodicamente, mostra, ad esempio, che la propensione a contrarre debiti diminuisce considerevolmente al crescere dell'età del capofamiglia una volta che questi ha superato i 35 anni, cresce con il numero dei figli, è maggiore nei comuni con più di 20 mila abitanti rispetto a quelli più piccoli, è più bassa per i lavoratori autonomi rispetto ai lavoratori dipendenti⁵. La mancanza di dati pienamente confrontabili a livello internazionale non consente, tuttavia, di stimare quanto ciascuno di questi fattori, e tutti nel loro insieme, contribuiscono a rendere evidenza delle differenze tra l'Italia e gli altri principali paesi.

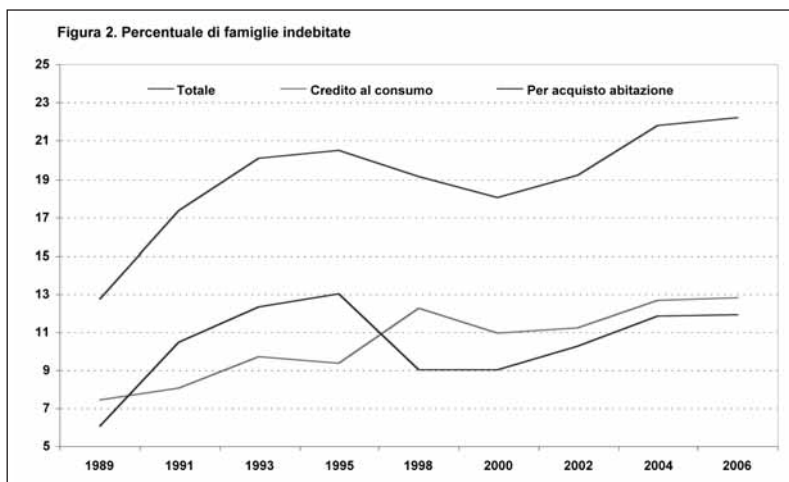
3. La diffusione del debito tra le famiglie

All'ingente volume di prestiti affluito alle famiglie nell'ultimo decennio ha fatto riscontro un aumento del tasso di

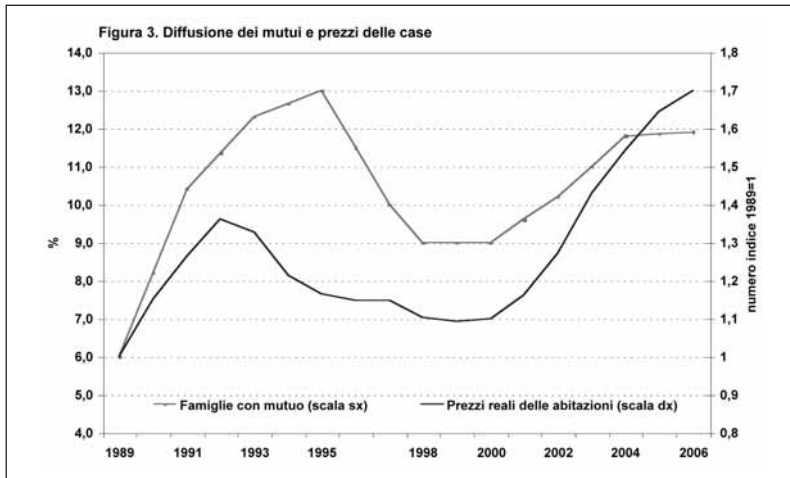
⁴ Tra i numerosi studi che hanno analizzato la crescita del debito delle famiglie si veda ad esempio Guy Debelle, *Household debt and the macroeconomy*, BIS Quarterly Review, Marzo 2004.

⁵ Si veda Silvia Magri, *Italian households' debt: determinants of demand and supply*, Banca d'Italia, Temi di Discussione del Servizio Studi, n. 454, Ottobre 2002.

partecipazione al mercato del credito molto modesto. I dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie rivelano che la quota di famiglie indebitate verso gli intermediari (banche e società finanziarie) ha registrato una variazione molto limitata, dal 20 per cento della metà degli anni Novanta al 22 per cento del 2006 (fig. 2). L'incremento è interamente attribuibile al credito al consumo, mentre la quota di famiglie con un mutuo (12 per cento) è ancora al di sotto di quella raggiunta subito dopo il punto culminante del precedente ciclo immobiliare (fig. 3). Come nel caso del volume del debito, anche per il tasso di partecipazione al mercato del credito l'Italia si distacca nettamente dagli altri principali paesi. I dati raccolti dall'OCSE mostrano che in Germania e in Spagna le famiglie con un mutuo sono circa il 20 per cento del totale e una quota simile ha contratto altre forme di debito⁶; in Francia queste percentuali superano il 30 per cento, in Gran Bretagna il 40 per cento e negli Stati Uniti il 50 per cento.



⁶ Si veda OECD, *Has the Rise in Debt Made Households More Vulnerable?*, *Economic Outlook*, N. 80, 2006.



La conseguenza aritmetica della divaricazione tra la crescita del credito e la sostanziale stabilità del numero delle famiglie indebitate è il notevole incremento del debito unitario che fa capo a ciascuna di queste ultime. La figura 4 mostra come dall'inizio degli anni Novanta il volume di debito medio per le famiglie indebitate, valutato a prezzi costanti, sia cresciuto di due volte e mezzo. L'andamento nel tempo di questa variabile è strettamente correlato a quello dei prezzi delle abitazioni che nello stesso periodo ha registrato un incremento del 70 per cento, ma appare del tutto slegato da quello del reddito disponibile del settore delle famiglie. L'aumento del debito per nucleo familiare (indebitato) riflette quindi la divaricazione tra dinamica delle entrate correnti e il valore degli immobili: sono necessarie più annualità di reddito rispetto al passato per l'acquisto di un'abitazione.

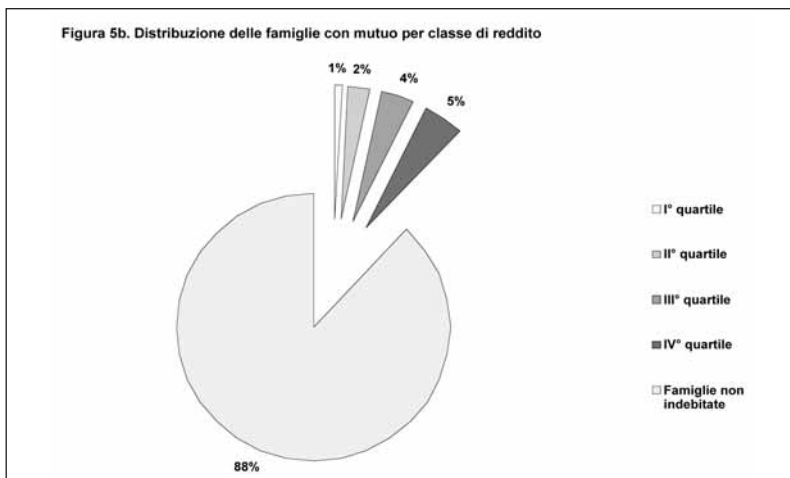
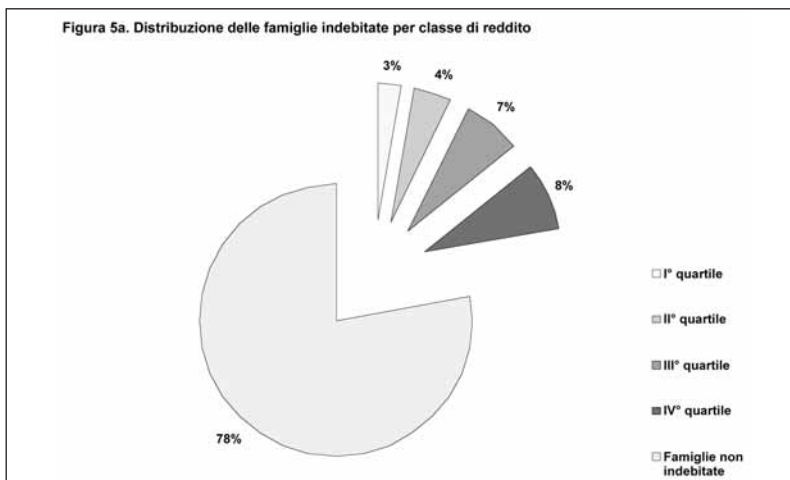
Le famiglie interessate maggiormente dall'aumento del debito sono state prevalentemente quelle a reddito medio alto, al di sopra del valore mediano della distribuzione. Questo riflette un fatto stilizzato comune a tutte le principali economie: il tasso di partecipazione al mercato del credito è correlato positivamente con il reddito familiare, soprattutto per i

finanziamenti di importo elevato come i mutui. Nel nostro paese questa caratteristica appare particolarmente accentuata e ad essa si associa un aspetto demografico specifico: se si considerano solamente le famiglie con un capofamiglia con età non superiore ai 40 anni, nell'ultimo decennio il tasso di partecipazione è aumentato soltanto per quelle appartenenti alle classi di reddito più elevate, mentre è diminuito per quelle con reddito inferiore al valore mediano.

Le famiglie più giovani e con redditi bassi non sembrano quindi avere tratto beneficio dallo sviluppo del mercato credito. Una possibile spiegazione può essere ricercata nell'evoluzione di un altro mercato, quello del lavoro. Negli ultimi dieci anni il tasso di occupazione delle persone di età compresa tra i 25 e i 35 anni è aumentato di circa cinque punti percentuali ma i salari d'ingresso si sono notevolmente ridotti: i diplomati o laureati entrati nel mercato del lavoro negli anni più recenti percepiscono, in termini reali, una retribuzione inferiore a quella dei primi anni Novanta. Ai più bassi salari d'ingresso, non si sono associati profili di carriera più rapidi. È aumentata l'incidenza di impieghi temporanei e delle professioni classificate come autonome, ma assimilabili al lavoro dipendente. Assieme al lavoro anche il reddito dei giovani è diventato più incerto e discontinuo e quindi una fonte di entrate assai poco adatta a sostenere gli oneri derivanti dall'indebitamento.

La figura 5a riproduce la situazione debitoria complessiva relativa al 2006 delle famiglie italiane, ordinate per quartili di reddito dal basso verso l'alto. Il primo quartile comprende le famiglie con reddito più basso, il terzo e il quarto quelle con reddito superiore alla mediana. Come si è già osservato il 78 per cento dei nuclei familiari non ha esposizione nei confronti del sistema creditizio. Tra le famiglie che hanno debiti un terzo, corrisponde all'8 per cento di quelle complessive, ha un reddito appartenente al quartile più elevato della distribuzione, un altro terzo alla classe (quartile) di reddito immediata-

mente inferiore e il restante terzo alle famiglie con reddito inferiore al reddito mediano. La figura 5b mostra come, nel caso dei mutui, la distribuzione del debito sia ancora più orientata verso le famiglie con redditi medio alti: soltanto un quarto dei nuclei che hanno contratto questa forma di debito ha un reddito al di sotto di quello mediano.

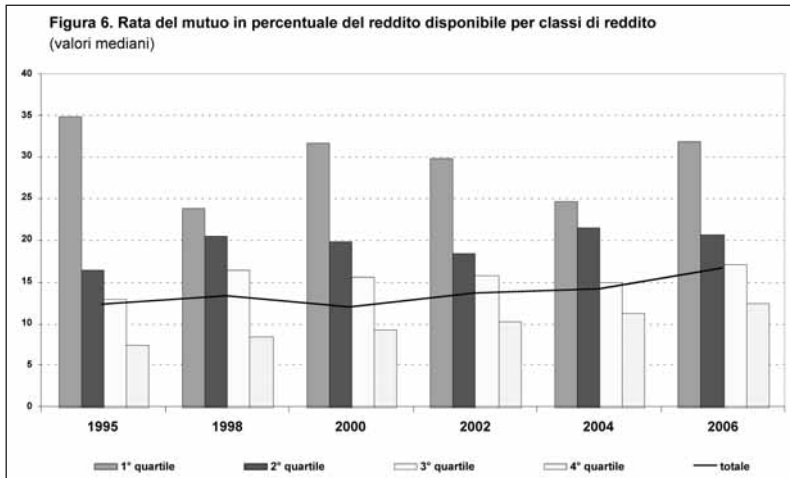


4. Indebitamento e fragilità finanziaria

La distribuzione dell'indebitamento per classi di reddito è particolarmente importante per valutare il peso del servizio del debito e quindi per l'individuazione di gruppi di famiglie in situazione finanziariamente fragile. La componente del debito più rilevante a questo fine è quella costituita dai mutui. Ciò non significa escludere che vi possano essere casi di sovraindebitamento riconducibili al credito al consumo, ma essi, sulla base dei dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie, appaiono poco numerosi e ristretti a un sottoinsieme della già ristretta fascia di quei nuclei che hanno ottenuto diverse tipologie di finanziamento, incluso un prestito per acquistare l'abitazione. Limitare l'attenzione all'incidenza della rata del mutuo consente, quindi, una buona approssimazione per avviare un'analisi sull'onere del debito.

Tra il 2000 al 2006 la quota destinata dalle famiglie con un mutuo al rimborso delle rate è salita dal 12 al 17 per cento. Il peso della rata cresce al diminuire del reddito e il valore medio nel quartile più basso supera il 30 per cento (fig. 6); si tratta di una frazione molto rilevante del reddito corrente ed è tra queste famiglie che il servizio del debito è verosimilmente fonte di fragilità e rappresenta un vincolo stringente. Esse rappresentano circa l'1 per cento del totale (fig. 5b), corrispondenti a circa 230.000 unità; è quindi importante verificare se per questa categoria di famiglie l'affitto non costituisca una modalità più conveniente per usufruire di un'abitazione. L'Indagine sui bilanci delle famiglie relativa al 2006 condotta dall'Istat mostra che, per le famiglie a basso reddito, i canoni di affitto incidono sulla spesa per consumi in misura non dissimile delle rate del mutuo⁷.

⁶ Si veda, ISTAT, Indagine sui consumi delle famiglie - Anno 2006.

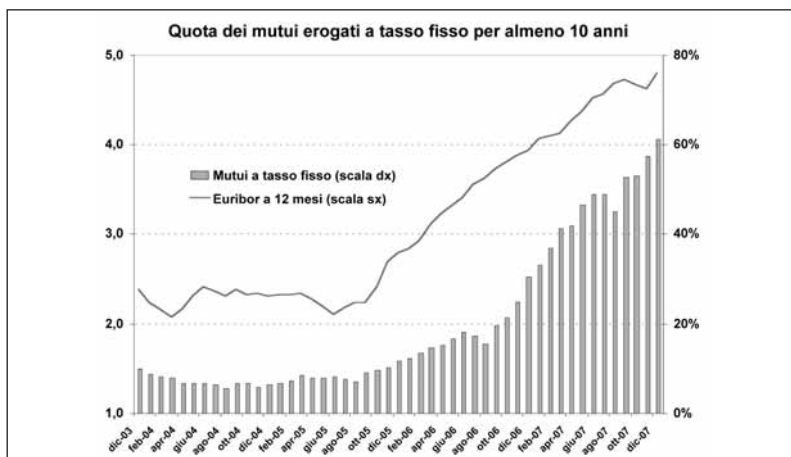


La fragilità finanziaria delle famiglie indebitate che dispongono di redditi familiari molto bassi appare come una manifestazione del più ampio problema dell'accesso alla casa di abitazione. L'ascesa dei prezzi degli immobili è stata seguita da quella degli affitti e, quindi, del costo dei servizi abitativi indipendentemente dal titolo con cui sono fruiti. Politiche volte a rendere meno gravoso l'onere dei mutui tendono, pertanto, a favorire la proprietà dell'abitazione rispetto all'affitto, piuttosto che affrontare il problema della casa per le fasce meno abbienti nel loro complesso.

Vi sono altri fattori di vulnerabilità dei bilanci familiari che derivano in modo specifico dal debito. Uno di questi è determinato dall'esposizione al rischio di tasso di interesse. Il mutuo è uno strumento finanziario a lungo termine il cui costo dipende dall'evoluzione dei tassi di interesse nel periodo di conduzione del contratto. Le famiglie possono assumere interamente i rischi che derivano da rialzi futuri dei rendimenti di mercato, assicurarsi interamente fissando fin dall'inizio il tasso di interesse per tutta la durata del finanziamento o ricorrere a una soluzione intermedia attraverso alcune delle forme contrattuali innovative proposte dalle banche. La determinazione del grado ottimale di esposizione

ne di una famiglia è un'operazione molto complessa che dipende da numerose variabili: i flussi di reddito attesi, la loro variabilità, la rischiosità delle attività e i costi di un'eventuale rinegoziazione delle condizioni del prestito. Nonostante queste difficoltà che precludono la formulazione di un giudizio preciso è verosimile che, nella fase di maggiore espansione del mercato dei mutui, le famiglie italiane abbiano assunto rischi di tasso di interesse in misura eccessiva rispetto a quanto sarebbe stato ottimale.

Tra il 2003 e il 2005 i tassi di interesse di mercato a breve termine hanno toccato valori particolarmente bassi nel confronto storico: i tassi sui prestiti interbancari a un anno sono rimasti di poco al di sopra del 2 per cento. Il costo di un mutuo a tasso variabile, ossia indicizzato ai rendimenti del mercato monetario, sottoscritto in questo periodo aveva maggiori probabilità di subire un rialzo piuttosto che una riduzione, esponendo quindi il debitore a un rischio legato all'evoluzione della politica monetaria e dei mercati. Le famiglie italiane si sono addossate quasi interamente questo rischio. La quota di mutui con un tasso fisso per almeno 10 anni è stata al di sotto del 10 per cento fino alla fine del 2005, ossia fino a quando i rendimenti del mercato monetario hanno cominciato a salire (fig. 7). Da allora la richiesta di copertura a fronte dei rialzi dei



tassi è fortemente aumentata, con un'accelerazione negli ultimi mesi del 2007, in parte riconducibile alle tensioni sui mercati interbancari conseguenti alla crisi dei mutui *sub prime* negli Stati Uniti. Non solo la quota dei mutui a tasso fisso per almeno 10 anni si è ora portata attorno al 60 per cento, ma è aumentata anche la domanda di rinegoziare i prestiti a tasso variabile contratti negli anni precedenti.

Le spiegazione del comportamento seguito dalle famiglie non è riconducibile a un unico fattore. Il costo della copertura del rischio legato a futuri rialzi dei tassi di interesse implica che, a parità di altre condizioni, di norma le rate iniziali di un mutuo a tasso variabile sono più basse di quello di un mutuo a tasso fisso. È possibile che una parte delle famiglie non disponga delle competenze finanziarie necessarie per valutare il rischio di tasso e quindi si sia indirizzata verso il contratto apparentemente meno oneroso. D'altro lato, a seguito del forte aumento dell'importo unitario dei mutui concessi nel periodo 2003-2005 è possibile che un certo numero di famiglie abbia scelto consapevolmente di assumersi il rischio pur di poter acquistare la casa. Un elemento non trascurabile è, infine, costituito dalle condizioni di offerta dei prestiti. Mentre il costo dei mutui a tasso variabile in Italia è allineato a quello medio dei paesi dell'area dell'euro, il costo dei mutui a tasso fisso è significativamente superiore. Per le famiglie italiane coprirsi dal rischio di tasso è più oneroso rispetto alle altre famiglie nell'area e il costo è quantificabile in poco meno di un punto percentuale all'anno. L'analisi delle cause di questo differenziale - da ricercarsi sia nei costi della provvista sostenuti dalle banche, sia nelle loro strategie di mercato - prescinde dagli scopi di questa nota. Quello che rileva è che esso nel recente passato ha contribuito ad amplificare i rischi assunti dalle famiglie e ora ad accrescere l'onere del debito.

5. Conclusioni

In questa breve nota sono stati identificati alcune caratte-

ristiche della recente evoluzione del debito delle famiglie in Italia. In particolare si è argomentato che alla recente forte crescita dei finanziamenti affluiti a questo settore non sia corrisposto un ampliamento significativo della partecipazione al mercato del credito. Nel complesso, tanto il livello del debito quanto la quota di famiglie indebitate rimangono su valori relativamente contenuti nel confronto internazionale. I problemi di sostenibilità del debito appaiono circoscritti alle fasce di famiglie che si sono indebitate per acquistare l'abitazione e il loro reddito appartiene alla coda inferiore della distribuzione.

Un problema non meno rilevante di quello della sostenibilità del debito è l'ampliamento delle opportunità di accesso del credito alle famiglie. I principali ostacoli verso un aumento del grado di partecipazione sono riconducibili alla bassa crescita attesa del reddito permanente, associata a una crescente discontinuità delle esperienze lavorative dei lavoratori più giovani.

Infine, il superamento di rigidità e inefficienze in alcuni segmenti del mercato del credito, che nel suo complesso ha comunque registrato progressi notevoli nell'ultimo decennio, può contribuire a ridurre i costi e a una corretta gestione del debito da parte delle famiglie.

Dott. Alfredo SANGUINETTO,
Direttore Generale della Banca Carige S.p.A.

Introduzione

Il credito alle famiglie rappresenta un fenomeno di rilievo dal punto di vista economico e sociale, in quanto svolge un importante ruolo di sostegno ai principali settori produttivi e commerciali, relativi al mercato della casa ed ai beni di consumo durevoli.

Nell'ultimo decennio, analogamente a quanto si è registrato negli altri Paesi europei, il mercato italiano del credito ipotecario e del credito al consumo è stato interessato da una rilevante crescita, in relazione a fattori di domanda e di offerta.

Dal lato della domanda, hanno inciso la progressiva attenuazione della propensione al risparmio, dovuta alla riduzione dei tassi di interesse, ed il cambiamento dei comportamenti delle famiglie, che vedono il ricorso al credito non più come una forma di indebitamento ma come uno strumento in grado di soddisfare in maniera ottimale le sempre più evolute esigenze di consumo.

Dal lato dell'offerta, gli operatori finanziari hanno definito nuove strategie di *marketing* e di offerta di prodotti innovativi, in un quadro di ampliamento dei canali distributivi. Il ricorso al credito da parte delle famiglie italiane crescerà anche nei prossimi anni, non solo in considerazione del fatto che i fattori che ne hanno determinato ad oggi l'espansione devono ancora produrre compiutamente i loro effetti, ma anche perché, nel confronto con gli altri Paesi europei, in Italia i volumi assoluti risultano ancora marginali.

Per il sistema del credito, tale crescita si inserisce in uno scenario di *spread* più contenuti rispetto al passato ed un costo

del *funding* crescente, dove il numero dei clienti va ampliandosi a *target* dalle prospettive future più incerte, la concorrenza risulta più dinamica e la normativa registra un'evoluzione più sfavorevole. La gestione del credito diventa vieppiù difficile e rischiosa e la redditività del prodotto in ridimensionamento.

Alle banche, quindi, è richiesta una notevole capacità di innovazione dal lato della produzione, della distribuzione, della selezione del credito, dell'informazione. A causa della facilità e della rapidità di imitazione da parte della concorrenza, l'offerta di prodotti e livello di servizio concorrenziali rispetto a quelli dei *competitor* rappresenta una condizione necessaria ma non sufficiente.

La competizione si sposterà sempre più dal prodotto verso le componenti intangibili del sistema di offerta che costituiranno il valore aggiunto. Fattori critici di successo saranno la tradizionale capacità di comprendere le esigenze della clientela e di essere in grado di offrire il prodotto giusto a condizioni competitive, differenziandosi, quindi, rispetto alla concorrenza sotto il profilo della combinazione qualità/prezzo.

Il sistema bancario è pronto a rispondere alle sfide proposte dal mercato. Con un giusto *mix* di innovazione e tradizione, e con la collaborazione di Istituzioni e Associazioni dei consumatori, potrà cogliere le opportunità fornite dall'espansione del credito alle famiglie, confermando l'essenzialità del proprio ruolo nello sviluppo sociale ed economico del Paese.

Situazione attuale

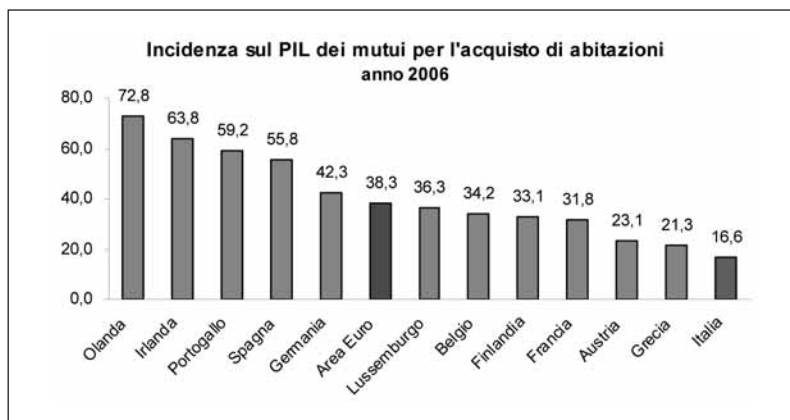
In Italia, a partire dalla fine degli anni Novanta il credito alle famiglie da parte del sistema bancario ha registrato uno sviluppo intenso, con una crescita media annua, tra il 1999 e il 2007, pari a quasi al 10%. Tale dinamica rappresenta uno dei

fenomeni di maggior rilievo dal punto di vista economico e sociale dell'ultimo decennio.

In particolare, il credito per l'acquisto dell'abitazione, costituito dai mutui ipotecari ed erogato dalle banche, è pari a circa il 60% della domanda di finanziamenti delle famiglie e ha segnato una crescita media annua del 16,1%.

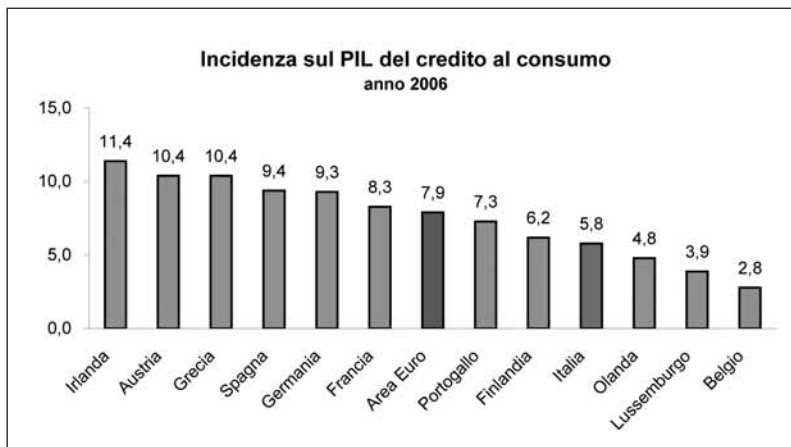
Il credito al consumo (prestiti personali, prestiti finalizzati, carte di credito e cessione del Quinto), dove gli istituti finanziari specializzati rivestono un ruolo significativo e sostanzialmente pari a quello degli istituti di credito, è cresciuto complessivamente del 14,5% annuo.

Il divario rispetto ai principali Paesi europei è tuttavia ancora ampio. Nel 2006, rapportando il volume dei mutui per l'acquisto di abitazioni al PIL nei Paesi dell'Unione Monetaria Europea, l'indicatore in Italia risulta il più basso (16,6%). La media europea è del 38,3%.



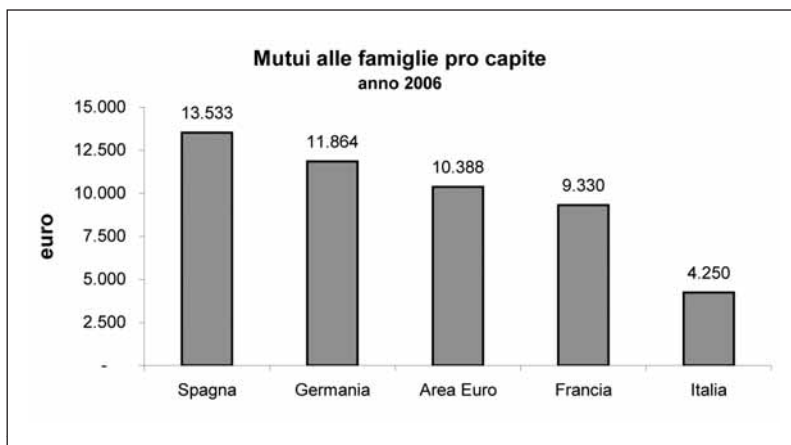
Fonte: Banca d'Italia, OCSE.

Analogamente, rapportando il volume di credito al consumo al PIL, l'Italia si mantiene al di sotto della media europea (5,8% rispetto al 7,9%), tra gli ultimi Paesi dell'Unione.

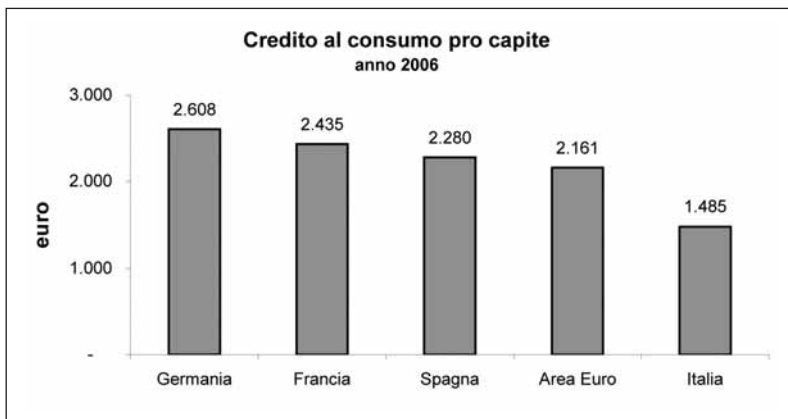


Fonte: Banca d'Italia, OCSE.

Anche in termini di indebitamento pro capite l'indicatore italiano risulta assai contenuto nel confronto con gli altri Paesi europei analoghi per numero di abitanti. In particolare, ogni italiano ha un debito per l'acquisto di un immobile residenziale pari a 4.250 euro, a fronte dei 9.330 euro di ogni francese, degli 11.864 euro di ogni tedesco e dei 13.533 euro di ogni spagnolo. La media europea è di 10.388 euro pro capite.



Per quanto riguarda il credito al consumo, in Italia l'indebitamento pro capite è pari a 1.485 euro, in Spagna a 2.280 euro, in Francia a 2.435 euro, in Germania a 2.608 euro. La media europea è di 2.161 euro pro capite.



Fonte: Banca d'Italia, Eurostat.

Negli ultimi due anni la domanda di finanziamenti bancari proveniente dalle famiglie è continuata a crescere, seppure su ritmi inferiori rispetto agli anni passati (+13,2% nel 2004, +11,7% nel 2005, +9,8% nel 2006 e +7,8% nel 2007), con una dinamica del credito fondiario più vivace (+19,8% nel 2004, +17,4% nel 2005, +12,5% nel 2006 e +8,7% nel 2007).

Anche il credito al consumo, concesso dal sistema bancario e dagli istituti finanziari specializzati, pur su tendenziali sempre a due cifre, ha segnato un percorso di crescita rallentata, "fisiologica" se si tiene conto dello sviluppo vorticoso registrato (+21,6% nel 2004, +19,2% nel 2005, +17,8% nel 2006, +14,6% nel 2007).

Dal lato della domanda, il consistente aumento del prezzo dei beni immobili e la crescita dei tassi sui mutui ha inciso sulla dinamica del credito ipotecario; contestualmente, il rallentamento del mercato immobiliare ha depresso la dinamica

del credito al consumo, strettamente alimentata dalle spese legate al “sistema casa”.

Dal lato dell’offerta, la crisi dei mutui *subprime* sul mercato americano ha portato tutti gli operatori ad un approccio più selettivo nella fase di concessione del credito. Inoltre, soprattutto nel credito al consumo, il *business* sta risultando meno redditizio per la contrazione degli *spread*: a fronte del forte aumento del costo della provvista sui mercati monetari e interbancari, per le persistenti incertezze derivanti dalla crisi dei *subprime*, non si è riscontrato un analogo aumento della redditività dei finanziamenti, sia per la crescente concorrenza sui mercati, sia per la maggiore cultura finanziaria della clientela che pone sempre maggiore attenzione al “tasso”, indotta dai media e dalle categorie dei consumatori.

Evoluzione qualitativa del credito alle famiglie

La crescita quantitativa degli ultimi anni è stata accompagnata da una profonda evoluzione qualitativa, favorita da mutamenti sociali e demografici, fattori culturali, aspetti economici e finanziari, evoluzione normativa, ampliamento dell’offerta e sviluppo della tecnologia, con impatti significativi su prenditori, intermediari, prodotti e rischio di liquidità e tasso, che ha indotto una nuova gestione del business.

In passato la famiglia che faceva ricorso al credito era generalmente quella “tradizionale”, radicata nell’area di residenza, con lavoro stabile e reddito medio/alto, prospetticamente in miglioramento e spesso con scarsa cultura finanziaria.

I volumi di credito alle famiglie erano limitati, in considerazione del fatto che il ricorso al finanziamento era motivato quasi esclusivamente dall’acquisto dell’abitazione principale, in un quadro patrimoniale e sociale caratterizzato dall’ele-

vato tasso di proprietà delle case e dalla persistenza di stretti legami familiari che favorivano il credito “domestico”.

Inoltre, una percezione negativa del credito determinava un'avversione psicologica ai prestiti personali e ancor di più ai prestiti finalizzati e rateali.

Il quadro monetario era caratterizzato da tassi di interesse molto elevati per cui l'onere del credito risultava significativo, in rapporto sia al reddito familiare, sia al costo della locazione, spesso più conveniente anche in virtù di una normativa più favorevole all'inquilino.

I finanziatori erano gli istituti di credito fondiario, gli istituti di credito di diritto pubblico e le casse di risparmio, che erogavano il prestito, dopo un'istruttoria accurata, condotta sulla situazione economica e familiare del richiedente e sulle garanzie prestate, attraverso la rete dei propri sportelli, con il semplice strumento della cartella fondiaria¹ e successivamente dell'obbligazione².

¹ Obbligazione emessa dagli istituti di credito fondiario e garantita dall'ipoteca di primo grado sugli immobili stessi. La banca di credito fondiario si approvvigionava di fondi, collocando sul mercato cartelle fondiarie in corrispondenza del mutuo stipulato; il ricavato di esse, che poteva però anche essere inferiore all'ammontare del mutuo contratto, veniva versato al mutuatario. L'estinzione anticipata del mutuo comportava il riacquisto sul mercato delle cartelle relative alla “serie” cui apparteneva il mutuo rimborsato, realizzando così un meccanismo automatico di adeguamento del “costo del rimborso” alle condizioni di mercato.

² Con la legge 472/1975 ed il successivo DPR 21/1/1976 n. 7 viene introdotto lo strumento delle obbligazioni emesse dagli istituti di credito fondiario ed edilizio, cambiando radicalmente il funzionamento della concessione del credito. Si invertono i tempi di esecuzione tra sottoscrizione dei titoli ed erogazione dei mutui, nel senso che questi ultimi possono essere soddisfatti esclusivamente con fondi rinvenienti da precedenti collocamenti; viene meno anche la strettissima connessione tra titoli e mutui, per cui tra le due entità possono verificarsi differenziazioni sul tasso, sulla durata, sulle modalità di ammortamento, salvo il richiamo dell'Organo di Vigilanza, affinché l'attività fondiaria si ispiri comunque ad una responsabile valutazione circa il mantenimento di una equilibrata struttura temporale delle poste patrimoniali attive e passive.

Il prestito era costituito quasi esclusivamente da un mutuo ipotecario standardizzato, di durata non superiore a 15 anni, con una struttura di tasso fisso o variabile non sofisticata (*plain vanilla*), con un rapporto sul valore della garanzia reale (*loan to value*) non superiore al 50% e un valore della garanzia reale prospetticamente in aumento. Il credito al consumo risultava del tutto marginale e quasi sempre rappresentato dalla cessione del Quinto a favore di dipendenti pubblici.

Il finanziatore doveva rispettare precise regole di trasformazione delle scadenze, imposte dalla Vigilanza, per limitare l'utilizzo di fonti a breve per finanziare attività di più lunga durata.

In questo scenario, caratterizzato da *spread* elevati, sostenuti dagli elevati tassi di interesse e concorrenza limitata, contenuto rischio di controparte e vincoli operativi imposti da precise norme di Vigilanza, la gestione del credito da parte delle banche risultava relativamente facile e remunerativa, ancorché su volumi limitati.

Già dal 1993 con l'emanazione della nuova legge bancaria³ si avvia un processo di riforma radicale dell'ordinamento nazionale, lungo le linee della despecializzazione dell'attività creditizia, che trova piena espressione dalla fine degli anni Novanta, quando rilevanti fattori strutturali determinano, anche in Italia, una crescita del mercato del credito particolarmente intensa.

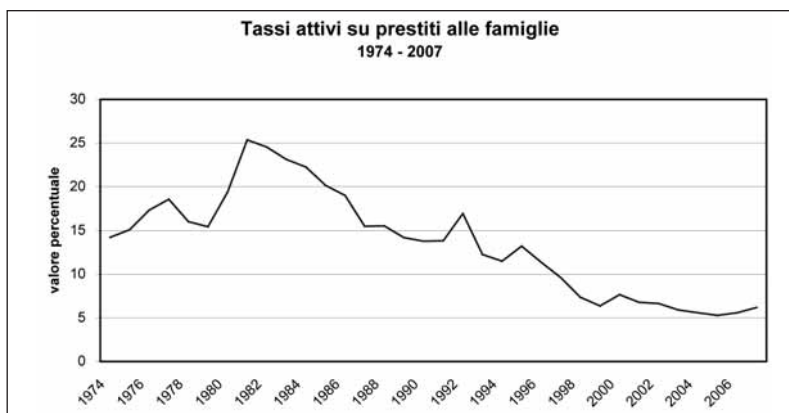
I processi di globalizzazione con la crescita dei flussi migratori, il ridimensionamento del sistema sociale con l'eliminazione delle pensioni di anzianità e l'innalzamento dell'età pensionabile derivante dalla necessità di riduzione della spesa statale, le riforme del mercato del lavoro che hanno

³ D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 recante il TU delle leggi in materia bancaria e creditizia, da ultimo modificato ad opera del D.Lgs. 4 agosto 1999, n. 342.

introdotta nuove forme contrattuali più flessibili, hanno comportato l'ingresso sul mercato bancario ed assicurativo di nuovi *target* di clientela, dai bisogni diversificati ma accomunati da un'esigenza di maggiore sicurezza. I *single*, i giovani e gli immigrati, spesso con lavoro a tempo determinato, potere di acquisto in riduzione e prospettive future incerte, utilizzano il credito per l'acquisto di immobili e per soddisfare in maniera ottimale sempre più evolute esigenze di consumo. Gli anziani, con proprietà immobiliari, ma con redditi reali in deterioramento, si rivolgono al credito per mantenere un adeguato livello di vita.

Il credito viene percepito in termini più positivi in un quadro in cui i consumatori sono sempre più finanziariamente evoluti e tutelati.

L'onere sopportato è significativo rispetto al reddito, ma allineato al costo della locazione, in uno scenario di rate diluite su piani di rimborso molto lunghi (fino a 40 anni) e tassi di interesse che, seppur in aumento dal 2005, si collocano su livelli storicamente minimi. Il potere d'acquisto dei redditi familiari è drasticamente diminuito, se si considera che i prezzi degli immobili sono per lo meno raddoppiati in un decennio.



Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia.

L'attività di finanziamento è posta in essere da una pluralità di operatori, direttamente dalle banche e da altri intermediari finanziari, indirettamente da agenti e venditori di beni e servizi, non solo attraverso le reti di sportelli ma anche tramite altri canali distributivi (internet, punti vendita dedicati, agenzie immobiliari convenzionate, reti di *dealers*).

Le istruttorie di concessione sono sempre più spesso basate su tecniche di *scoring* e valutazioni statistiche che l'evoluzione tecnologica rende viepiù efficienti ed affidabili, in un mercato che, a seguito della crisi dei mutui *subprime*, dall'estate 2007 si è caratterizzato per una forte accentuazione del *mismatching* delle scadenze e, soprattutto, del costo del *funding*.

Accanto al mutuo ipotecario cresce il ricorso al credito al consumo, in virtù di una percezione del finanziamento più positiva; i prodotti risultano diversificati in termini di durata, tipologia di tasso e relativa copertura, modalità di rimborso; il *loan to value* aumenta fino a raggiungere il 100%.

Il finanziatore deve rispettare regole di Vigilanza prudenziale che rimettono la gestione del *business* alla valutazione autonoma dei vertici aziendali, in un quadro di evoluzione normativa e diffusa informazione mediatica.

Per le banche, il ricorso al credito da parte di nuovi *target* di clientela, dalle prospettive future più incerte, e i lunghi tempi per l'escussione delle garanzie reali, dovute ad un sistema giudiziario spesso inefficiente, rendono la gestione, ancorché su volumi in forte crescita, più rischiosa.

Anche la redditività risulta in progressiva diminuzione, per la crisi dei mutui *subprime* che ha determinato la contrazione degli *spread* in relazione al forte aumento del costo della provvista a fronte di un non analogo incremento dei tassi sui finanziamenti derivante dalla crescente concorrenza sui mercati e dalla maggiore cultura finanziaria della clientela.

Il sistema bancario si trova ad affrontare maggiori difficoltà nella gestione del credito anche per l'evoluzione della normativa e per il "consumerismo".

L'evoluzione legislativa risulta talvolta più sfavorevole per le banche, come nel caso dell'introduzione delle norme sulla portabilità del mutuo e sull'eliminazione della commissione di anticipata estinzione anche su mutui a tasso fisso⁴ o delle regole di *compliance*.

Il "consumerismo", inteso come riconoscimento di alcuni specifici diritti del consumatore, da un lato rappresenta un elemento positivo alla costruzione di una maggiore consapevolezza e responsabilità della clientela, dall'altro, se estremizzato, crea una sfiducia ingiustificata e dannosa nel rapporto creditizio.

Le prospettive del mercato del credito alle famiglie

Fattori di sviluppo

In Italia, per i prossimi anni, il comparto del credito alle famiglie è atteso in ulteriore espansione, nonostante *spread* in ridimensionamento, difficoltà di *funding*, maggiore rischio di credito ed elevata complessità gestionale. I tendenziali di crescita sono previsti leggermente inferiori a quelli del 2007.

Tali previsioni tengono conto di diversi fattori.

Dal lato della domanda i volumi assoluti del credito alle famiglie risultano ancora marginali, rispetto ai livelli europei. Sul mercato si affaccerà nuova clientela conseguentemente alla progressiva trasformazione della struttura sociale e demografica della popolazione, in un quadro di percezione positiva

⁴ Decreti legge "Bersani" nn. 223/2006 e 7/2007.

del credito rateale, in relazione all'evoluzione culturale delle famiglie. A tal proposito si tenga conto che il *target* immigrati raddoppierà nel prossimo triennio, e che anche quello anziani è destinato ad aumentare nel numero e nei bisogni.

Dal lato dell'offerta risulterà fondamentale l'innovazione di prodotto e di strategia nonché l'ampliamento della capacità distributiva, specialmente attraverso i canali remoti, liberi da vincoli spaziali e temporali. È atteso un progressivo sviluppo del finanziamento diretto finanziatore/prenditore senza passare attraverso i *dealers*.

Innovazione e tradizione

Al sistema bancario è richiesta una notevole capacità di innovazione.

Dal punto di vista delle politiche di produzione, il mercato si caratterizzerà sempre più per un ingresso deciso delle banche nel settore del credito al consumo, soprattutto attraverso la costituzione di società finanziarie specializzate, interne o esterne alle banche, eventualmente in consorzio per le aziende di piccola dimensione, che consentono di operare al meglio in termini di competenze, piattaforme IT e predisposizione di sistemi in grado di garantire la *compliance* e la tracciabilità dei controlli.

Per quanto riguarda le politiche commerciali, dal lato "culturale" dovrà essere sviluppato un approccio multietnico e aperto alle esigenze della popolazione meno giovane; dal lato operativo dovranno essere offerti prodotti flessibili dal lato del tasso (fisso, variabile, misto, con *cap*), della durata (da pochi mesi a 40/50 anni fino al prestito ipotecario vitalizio) e delle modalità di rimborso (rata costante, crescente, decrescente, costante a durata variabile, con preammortamento) e di utilizzo (carta a doppio plafond); dovranno essere semplificate le procedure e ridotti i tempi di istruttoria, ampliando, tuttavia, le

tipologie di fonti informative utilizzate per la valutazione delle capacità di rimborso (per esempio, puntualità nel pagamento di utenze); dovrà essere sviluppato il *cross selling* con i prodotti assicurativi (*Credit protection insurance*); dovrà essere accentuata la disponibilità a rivedere in corso di rimborso le modalità del contratto.

Per quanto riguarda le politiche di distribuzione, si accennerà la visione multicanale, che affianca allo sportello tradizionale, i punti vendita dedicati, il canale *on line*, le reti di procuratori, privilegiando un rapporto diretto e limitando l'intermediazione dei *dealers*. La fase decisionale della concessione verrà mantenuta all'interno.

Quanto al *funding*, potranno essere realizzate politiche innovative, individuando forme di raccolta e di copertura più coerenti con le tipologie di prestito per migliorare il *matching* temporale delle scadenze e sfruttare tutte le opportunità offerte dal mercato. A tal proposito, nei prossimi mesi, analogamente a quanto sta succedendo da tempo nei principali Paesi europei, il nostro sistema bancario potrà disporre dello strumento dei *covered bond* che garantiscono un livello di raccolta a medio lungo termine a tassi più convenienti, in quanto l'emissione di tali titoli obbligazionari bancari, garantiti (*covered*) dai crediti ipotecari e fondiari e dai crediti nei confronti della Pubblica Amministrazione, viene valutata *high rated* dalle principali agenzie di *rating*.

L'innovazione nelle politiche di gestione attiva dei crediti in *default* risulta necessaria in considerazione del fatto che in Italia i tempi di recupero continuano ad essere più lunghi rispetto a quelli degli altri Paesi europei. In questo caso risulta fondamentale l'opera delle Istituzioni per organizzare un sistema giudiziario più efficiente.

Il sistema bancario dovrà porre in essere iniziative per rendere più efficiente il mercato, attraverso la maggiore tra-

sparenza cognitiva, la riduzione delle frodi, l'ampliamento degli strumenti di accesso al credito, ed attivare politiche atte a migliorare la qualità e la quantità dell'informazione su vantaggi e rischi che comporta il ricorso al credito, in un quadro dove *mass media* e "consumerismo" tendono a diffondere la percezione di un livello di conflittualità elevato.

La capacità di innovazione è necessaria ma non sufficiente; deve essere mantenuta quella prossimità al cliente famiglia che è nella tradizione soprattutto delle banche più radicate nel territorio.

Prossimità al cliente significa capirne le esigenze in ogni fase del rapporto di credito per offrire prodotti rispondenti alle aspettative.

In dettaglio, implica un'attività di formazione finalizzata ad un approccio consulenziale, sia nella fase di erogazione, sia in quella post vendita, ed uno sviluppo della cultura finanziaria del cliente che favorisca scelte consapevoli; una gestione flessibile delle condizioni per soddisfare nuove esigenze che possono manifestarsi nel corso del contratto; velocità e semplicità in tutte le fasi del rapporto; coerente politica di incentivazione del personale.

Una gestione del credito attenta da parte sia del finanziatore, sia della clientela, attenua il rischio di credito, con creazione di valore per le famiglie, per il sistema bancario e per il sistema economico nel suo complesso.

Conclusioni

Il mercato del credito alle famiglie sta attraversando una fase di espansione e di evoluzione.

Con un giusto *mix* di innovazione e tradizione il sistema

bancario italiano saprà cogliere le opportunità fornite dall'espansione del credito alle famiglie, confermando l'essenzialità del proprio ruolo nello sviluppo sociale ed economico del Paese.

In particolare, le banche di forte tradizione, capaci di approcci innovativi, potranno sfruttare al massimo le nuove opportunità, risultando efficaci ed efficienti, rispetto alla propria clientela, in tutte le fasi del processo di produzione e di distribuzione, ben conscie che la progettazione di un prodotto nuovo, più innovativo e flessibile, non rappresenta, di per sé, la leva su cui fondare il successo duraturo, a causa della facilità e della rapidità di imitazione.

La competizione si sposterà sempre più dal prodotto alle componenti intangibili del sistema di offerta e fattori critici di successo saranno la capacità di comprendere le esigenze della clientela e di differenziarsi rispetto alla concorrenza, sotto il profilo della combinazione qualità/prezzo.

Il sistema bancario nazionale è pronto a rispondere alle sfide proposte dal mercato; anche le Istituzioni e Associazioni dei consumatori, ognuno nel proprio ruolo, sono chiamate a collaborare, al fine di:

- realizzare un quadro normativo equilibrato tra tutela del consumatore ed esigenze del sistema bancario. Ad esempio, l'abolizione della commissione sull'estinzione anticipata dei mutui va a scapito di una politica volta al giusto equilibrio tra impieghi e fonti di provvista. Tale abolizione equivale al riconoscimento al mutuatario di un'opzione - di valore anche elevato nel caso di mutui a tasso fisso di durata residua consistente - non remunerata, che espone la banca a rischi di tasso non facilmente gestibili, non conoscendo l'entità e la scadenza in cui sarà esercitata;

- organizzare un sistema giudiziario più efficiente, al fine di rendere più veloce l'iter di recupero dei crediti in *default*;
- diffondere una “cultura di consumatore” intelligente e costruttiva, in considerazione del fatto che un vivace mercato del credito ha ricadute espansive sull'intero sistema economico.

Dott. Pietro MODIANO,

Direttore Generale Vicario di Intesa San Paolo S.p.A.

Il finanziamento e la consulenza alla piccola e media impresa

L'Italia è il paese delle piccole imprese e questa è storia nota. Le imprese non grandi, quelle comunemente definite sotto i 250 addetti, occupano oltre i 3/4 degli addetti manifatturieri, rispetto a una media che va fra il 45 e il 55 percento di Francia, Germania e Regno Unito e hanno un peso sul valore aggiunto nazionale vicino al 70 percento (28 punti in più rispetto alla media degli altri paesi.)

Distribuzione degli addetti nell'industria manifatturiera per classe d'impresa

	Belgio	Germania	Spagna	Francia	Irlanda	Italia	Paesi Bassi	Austria	Portogallo	Regno Unito
Meno di 50 addetti	30,7	22,5	50,6	31,0	24,4	56,8	36,3	29,5	50,2	30,3
Fra 50 e 249 addetti	24,2	23,4	23,2	22,1	32,0	21,0	28,2	26,9	29,1	25,5
250 addetti e oltre	45,1	54,1	26,1	46,9	43,6	22,2	35,5	43,6	20,7	44,3
Totale	631.863	7.293.159	2.618.209	3.940.778	230.002	4.771.484	795.320	624.464	886.253	3.533.782

Fonte: Eurostat

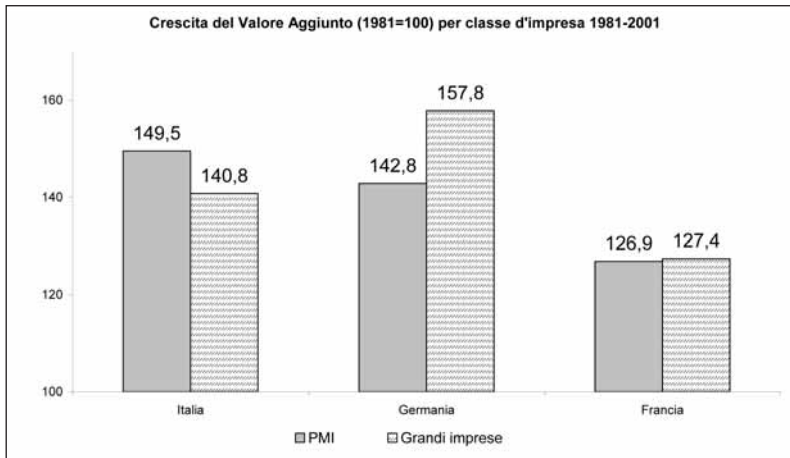
Analogo discorso vale per le esportazioni, dove la quota delle PMI sul totale nazionale supera in Italia il 56%, 6 punti in più della media europea.

Quota sulle esportazioni delle imprese per classe di addetti		
	Media UE*	Italia
0-9		16,8 10,4
10-49		14,5 20,4
50-249		22,3 26,9
250-999		21,1 18,4
1000+		25,7 23,9

* Comprende 8 paesi (Belgio, Danimarca, Germania, Italia, Paesi Bassi, Austria, Portogallo, Finlandia, Svezia)

Fonte: Eurostat

Le PMI oggi si presentano con una redditività elevata, una crescita del fatturato e del valore aggiunto superiore a quella delle grandi imprese e soprattutto in controtendenza rispetto agli altri paesi europei. Hanno in genere un management professionale in grado di collaborare con la proprietà, un controllo proprietario relativamente accentrato e una struttura finanziaria abbastanza equilibrata.

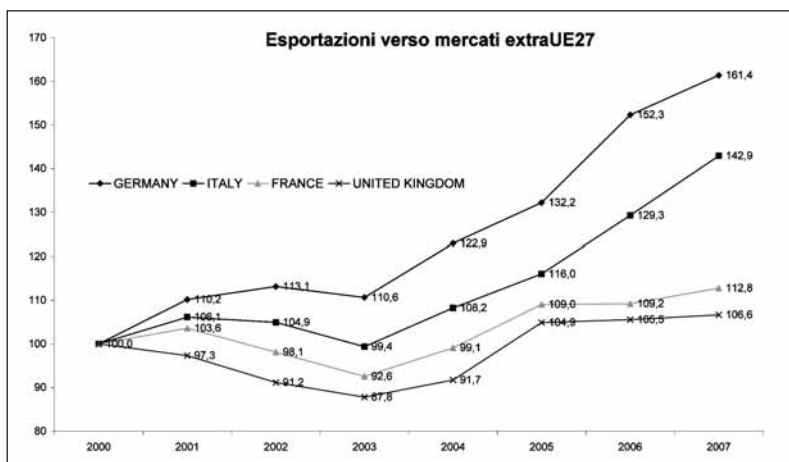


Fonte: Eurostat, Trau (1995), SME Database

Non manca quindi analisi che prescindano dall'imprenditoria diffusa come segno distintivo del sistema industriale italiano, talvolta nel senso virtuoso del piccolo è bello, sempre più spesso in maniera preoccupata mettendo il cosiddetto nanismo al centro del dibattito sulle difficoltà del nostro sistema produttivo ad accogliere le sfide della modernizzazione.

Su quest'ultimo aspetto è opportuno però fare almeno due considerazioni: la prima puramente logica, la seconda alla luce dello scenario degli ultimi anni. L'idea che le piccole imprese siano sfavorite dalla crescente globalizzazione è tutta da dimostrare; la diminuzione delle barriere doganali, il libero scambio, la libera circolazione delle persone e dei capitali, l'integrazione delle economie portano in

linea di principio gli stessi vantaggi sia alle grandi imprese multinazionali sia alle realtà minori. In termini relativi tuttalpiù, il rapido abbattimento di queste barriere, favorisce proprio quelle imprese (le piccole) che trovavano in queste barriere gli ostacoli più stringenti e hanno quindi un guadagno marginale nella fase incipiente della globalizzazione. Questa dinamica sembra emergere nell'andamento delle esportazioni degli ultimi anni: l'Italia nonostante la prevalenza di piccole medie imprese, nonostante la specializzazione in settori tradizionali, nonostante il peso delle strutture familiari è diventato il secondo esportatore europeo nei mercati extra Ue superando nel 2007 Francia e Regno Unito ed essendo l'unico paese a tenere i ritmi di crescita della Germania.



Le piccole medie imprese italiane hanno, in altre parole, saputo cogliere più di altri le opportunità dei nuovi mercati, ma soprattutto sono uscite rafforzate da un periodo critico di selezione e cambiamento del paradigma competitivo. E, nella maggior parte dei casi, ce l'hanno fatta, facendosi carico di riportare in carreggiata un paese, assordato dalle sirene del declinismo.

Il ruolo delle Banche

In questo contesto la relazione tra la Banca e l'impresa assume una grande rilevanza. In Italia, il servizio per le Piccole e Medie Imprese di Intesa Sanpaolo si fonda su una rete capillare, con oltre 300 punti operativi dedicati, che uniscono la conoscenza del tessuto imprenditoriale e dell'economia locale con la capacità di un grande gruppo internazionale. La strategia consiste nel coniugare la salvaguardia delle tradizioni e del radicamento territoriale delle banche locali con lo sviluppo internazionale e la massa critica di una grande banca. In questo, il territorio gioca un ruolo indispensabile e non per niente lo sviluppo della rete avviene all'insegna del radicamento sul territorio. E non si tratta solo di slogan o di dichiarazioni di intenti. Più in generale i modelli organizzativi delle banche frutto delle fusioni tendono sempre più a privilegiare strutture operative facenti perno sulla geografia piuttosto che sul segmento di prodotto. È importante quindi che continui a essere valorizzata l'esperienza dei Confidi che agiscono sul territorio come organi di controllo sociale, promuovendo l'affidabilità del sistema locale oltre che rafforzare la capacità di screening dei prestiti in maniera complementare rispetto alle banche.

Negli anni del ristagno si è prodotta, nel mondo delle imprese, una trasformazione di grande rilievo, che dà la misura di un'energia sociale al momento sottovalutata, ma tutt'altro che esausta. La prima sfida per il sistema finanziario è allora dare voce a queste imprese perché da sole non riescono a fare sistema e a farsi sentire anche a causa di un'impermeabilità della politica e una struttura proprietaria che spesso non va oltre quella familiare. Il loro apporto in questi anni è stato fondamentale, ma ampiamente sottostimato e mal rappresentato. Stentano a essere riconosciute anche dagli economisti e dalla politica, e non diventano una forza collettiva e un esempio da estendere dove la concorrenza e la meritocrazia non vogliono penetrare: nei servizi, nella pubblica amministrazione.

ne, nelle reti. Scrisse, infatti, Schumpeter “ *È quasi superfluo sottolineare che la concorrenza che abbiamo in mente è efficace non solo quando è in essere, ma anche quando è una costante minaccia. Disciplina prima di attaccare. L'imprenditore si sente in una situazione competitiva anche se è di fatto un monopolista...* ”.

Un'altra sfida più grande è poi saper dare continuità alla crescita sui nuovi mercati: le nostre imprese sono riuscite a beneficiare del flusso di corrente propulsiva dalla prima fase di integrazione dei mercati, ma si trovano oggi a fronteggiare la sfida della complessità. Per essere vincenti in un contesto globale non è più sufficiente operare solo sui mercati vicini e non è sufficiente neppure entrare su alcuni mercati lontani, ma bisogna riuscire a diversificare e consolidare la presenza estera, aumentando il numero di mercati serviti. Questo richiede un'azione sinergica del mondo imprenditoriale, finanziario ed istituzionale che, solo facendo sistema, possono elaborare piattaforme comuni che consentano di preparare un *level playing field* che abbatta i costi ricorrenti nel percorso di crescita internazionale. Le imprese, per realizzare i processi di internazionalizzazione, necessitano sia di una rete d'appoggio, sia del supporto di competenze specialistiche. Attualmente come Intesa Sanpaolo siamo presenti in 35 paesi con 5 banche corporate, 3 uffici di rappresentanza e 14 filiali.

Ma operare sul mercato globale, soprattutto per una impresa di dimensioni minori, significa intraprendere anche un processo di evoluzione del business aziendale, che richiede una considerevole capacità nel gestire variabili sempre più complesse, man mano che si passa dalle forme “passive” (come: esportazione indiretta, esportazione con agenti/distributori) alle forme più spinte d'internazionalizzazione “attiva” (come: joint-venture, sole-venture). L'avvio, lo sviluppo e il consolidamento del processo d'internazionalizzazione sono fasi cruciali nella vita dell'impresa e coinvolgono tutti gli

aspetti dell'attività produttiva e commerciale. Noi siamo al fianco delle imprese fornendo loro assistenza sia per il regolamento delle transazioni commerciali e la gestione di operazioni complesse e di lunga durata, sia accompagnando le imprese nella localizzazione e delocalizzazione di attività produttive all'estero con interventi specifici di natura finanziaria.

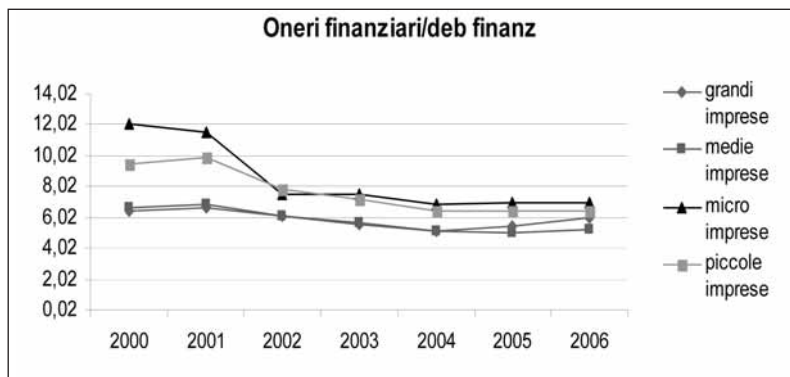
La ricerca di un rafforzamento competitivo ha del resto già da tempo spinto le banche italiane verso innovazione tecniche, che coincidono con le esigenze di ristrutturazione delle imprese, scoprendo il mercato delle scadenze più lunghe. Da una situazione in cui le linee di credito a vista costituivano la componente di gran lunga principale si passa ad una in cui i prestiti a scadenza oltre i 18 mesi diventano una regola piuttosto che l'eccezione.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Breve Termine	58,0	56,4	57,2	56,7	53,3	49,3	46,0	44,4	43,7
Medio Lungo Termine	42,0	43,6	42,8	43,3	46,7	50,7	54,0	55,6	56,3
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Banca d'Italia, Conti finanziari

Queste innovazioni hanno permesso di sfatare timori che il processo di consolidamento e criteri di valutazione più rigidi si traducevano in un razionamento per le PMI. Al contrario, anche a seguito dei dissesti finanziari di alcune grandi imprese all'inizio degli anni 2000, l'attività creditizia delle banche italiane si è gradualmente rifocalizzata sulle PMI. Questo processo si è riflesso in un'omogeneizzazione del costo del credito fra le diverse tipologie d'impresa. Rapportando gli oneri finanziari al debito verso banche dai bilanci manifatturieri, un segnale chiaro proviene dalla convergenza del costo del credito per le diverse classi d'impresa. Analogamente calcolando il differenziale fra il tasso applicato a finanziamenti fino a 1 milione di euro rispetto a quello per importi superiori, la con-

vergenza è chiara sia per le scadenze a breve che per quelle a medio-lungo termine (dall'inizio del 2004 è passato da 1,6 a 0,3 punti percentuali per il breve, da 2 a 0,7 per il medio, da 1,2 a 0,8 oltre i 5 anni).



Fonte: Cebi

Fino a pochi anni fa gli oneri finanziari erano particolarmente elevati per le imprese di dimensioni minori sostanzialmente per due motivi: esse dovevano rinnovare ripetutamente prestiti a breve per finanziare investimenti nel lungo periodo; i prestiti di importo minore erano più onerosi di quelli di importo maggiore a causa di una componente fissa significativa dei costi di finanziamento. Sembra che entrambi i fattori siano venuti meno.

Le banche sono chiamate a proseguire questo processo soprattutto nell'attuale fase del ciclo economico, che anche al netto di problemi statistici (a dicembre il -6,5% tendenziale della produzione industriale, sarebbe -0,4% considerando gli scioperi, e il -4,6 dell'export extraUE dovrebbe leggersi con il +18,9% di gennaio) appare comunque di maggiore complessità. I vincoli di liquidità del sistema si fanno via via più stringenti e se da un lato occorre sostenere la qualità degli investimenti, alle banche spetta anche saper dare respiro alle imprese virtuose selezionando al meglio i propri interventi senza

innescare un razionamento indifferenziato del credito. Per questo è opportuno, soprattutto per le piccole imprese, che prosegua la trasformazione già in corso nei processi di valutazione del merito creditizio che, se tradizionalmente derivava perlopiù dall’informativa contabile, oggi tiene conto di fattori immateriali, come la competitività dell’impresa riconducibile alla tecnologia applicata, alla capacità di innovazione, alla qualità del management. Banche e imprese sono per questo chiamate a un rafforzamento del loro rapporto. L’intensificarsi della *lending relationship* consente di ridurre il divario informativo accumulando conoscenza sulla reale capacità competitiva dell’impresa, favorendo il finanziamento di progetti, per se rischiosi, in grado di migliorare la qualità dell’impresa. I margini di crescita sono ancora ampi, dal momento che anche all’interno del perimetro PMI l’Italia presentava fino a pochi anni fa un grado di multiaffidamento decisamente superiore agli altri paesi europei. Negli anni più recenti la maggiore concorrenza ha spinto le banche a rinforzare i legami con il settore produttivo agendo sulla clientela imprese per essere l’unico fornitore di credito (a fine 2006 la relazione è unica per il 55%).

Tab. 3 – NUMERO DI BANCHE PER PMI PER PAESE (valori in percentuale)

Risposte	Paesi															Totale
	A	B	D	DK	E	EL	F	FIN	I	IRL	L	NL	P	S	UK	
Nessuna	11	13	44	16	17	29	20	29	14	5	10	23	13	23	11	21
1 banca	43	48	22	75	27	26	47	56	33	61	52	59	39	62	67	41
2 o 3 banche	40	35	27	9	35	37	29	12	42	23	31	17	40	14	18	30
4 o più banche	5	3	2	0	15	6	1	1	9	7	5	0	5	0	1	5
Non risponde	1	1	5	0	6	2	3	2	2	4	2	1	3	1	3	3
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

L’assetto del sistema bancario è del resto in rapida evoluzione e un sistema frammentato, a forte incidenza pubblica, tasso di competizione e innovazione decisamente contenuti ha ormai ceduto il passo a una compagine finanziaria fra le più concentrate d’Europa, con un peso economico di assoluto rilievo (per capitalizzazione di borsa il secondo a livello europeo) e un’offerta di forme tecniche in rapida evoluzione.

Uno dei principali aspetti che riguarda il rapporto Banca-Impresa è la fine di una segmentazione dimensionale e geografica dove le banche nazionali erogavano credito prevalentemente alle grandi aziende e quelle locali alle piccole e medie. Saltato il vecchio ordine, le banche si trovano a vendere credito con l'obiettivo di aumentare i ritorni sul capitale degli azionisti. La percezione di un'alta mobilità della clientela (secondo la Commissione Europea l'11,2% delle PMI italiane cambia banca in un anno, contro il 12,2% nella UE) si è inizialmente tradotta in una strategia di acquisizioni di quote di mercato e quindi in una competizione delle banche sul prezzo del credito.

L'attenzione al cliente si concretizza oggi sia nel costante miglioramento dei servizi finanziari più semplici, indispensabili per la gestione dell'attività stessa d'impresa, sia nella realizzazione di servizi ad alto contenuto consulenziale. Il nostro ultimo impegno in questo senso è il "Progetto Mediocredito Italiano", nato per essere la perfetta coniugazione tra un centro di eccellenza per la finanza d'impresa e un polo ad alta specializzazione sui settori attualmente più strategici, in crescita e con grandi aspettative di sviluppo (R&D based – Energy - Media & Intertainment – Shipping - Sistema food Italia - Sistema moda – Hospitality – Agricoltura). Per ognuno di questi settori abbiamo creato dei desk specialistici, situati nelle zone di maggior radicamento territoriale delle specifiche attività. All'interno dei diversi poli saranno seguite tutte le richieste di credito a medio-lungo termine delle imprese che operano in quello specifico settore, indipendentemente dal luogo in cui sono localizzate le aziende. Per esempio, le imprese del settore energia faranno riferimento a Torino, la moda a Milano, lo shipping a Napoli ecc.

Ma la nascita del Progetto Mediocredito Italiano è solo la più recente tra le iniziative, caratterizzate da un forte contributo di consulenza. Sempre in quest'ottica, con particolare attenzione alle PMI, Intesa Sanpaolo ha aderito e si è fatta sponsor

del nuovo Mercato Alternativo del Capitale (MAC), per avvicinare le aziende che vogliono condividere il rischio d'impresa con un numero limitato di investitori, in modo da accelerarne la crescita e sostenerne l'innovazione.

Una sfida ulteriore per le banche è infatti quella di andare oltre il modello di credito tradizionale attraverso un allargamento della propria offerta. Alle banche spetta il compito di gestire il financial innovation divide dei nuovi protagonisti attraverso un'informazione trasparente e adeguata sugli strumenti. Gli imprenditori tendono ad affidare alla banca oltre alla logica funzione di intermediazione, un nuovo ruolo di centro della conoscenza in grado di certificare il livello di rischio e promuovere strumenti alternativi di finanziamento. Il peso dei mercati extra europei è per esempio oramai vicino al 50% e anche per le PMI si fanno più stringenti le esigenze di copertura dai rischi attraverso strumenti finanziari, ma anche servizi di advisory e consulenza strategica.

C'è soprattutto l'esigenza di favorire lo sviluppo dimensionale. Nello scenario competitivo globale, la flessibilità di adattamento tipica delle piccole imprese è certo un asset, ma servono al contempo mezzi e margini in grado di assecondare uno sviluppo accelerato e i costi d'insediamento nei nuovi mercati. In questi frangenti i mezzi propri rischiano di non essere sufficienti e l'apertura al capitale di rischio costituisce un passaggio necessario che la banca può accompagnare promuovendo il dialogo fra imprese e soggetti esterni. Dal punto di vista finanziario, la rimozione del vincolo alla crescita passa anche per aumentare la contendibilità delle imprese rispetto a un passato dove, strutture familiari ostili e mercati dei capitali non adeguati hanno rallentato operazioni di M&A. È in questo senso positivo la sviluppo recente di modelli di Private Equity basati su un utilizzo moderato della leva finanziaria oltre che su una forte attenzione alla crescita internazionale, alla discontinuità organizzativa e al ricambio generazionale. In particolare il finanziamento Mezzanino, grazie alla propria

natura intermedia tra debito senior e capitale di rischio, è adatto a massimizzare l'efficienza della leva finanziaria senza ricorrere ulteriormente al debito senior e complementare ad operazioni di finanza straordinaria, per la crescita di imprese medio-piccole attente a mantener il controllo. I tagli medi di investimenti di Private Equity in Italia sono tuttavia ancora troppo elevati, suggerendo che l'anello mancante per un suo sviluppo compiuto sta probabilmente nell'affermazione di un mercato alternativo dei capitali, un'infrastruttura che attraverso un accesso semplificato, veloce e a costi contenuti consenta effettivamente lo scambio e l'aggregazione di quote di capitale attenuando in maniera significativa la possibilità di un vincolo finanziario alla crescita delle PMI.

Infine occorre richiamare un argomento come quello della tutela ambientale che unisce alcuni dei grandi temi sollevati dal convegno e che in ultima analisi richiama le banche a un ruolo di responsabilità rispetto agli obiettivi di fondo di quello che è un sistema paese. Il Gruppo Intesa Sanpaolo, già da tempo e con un impegno che gli è valso il riconoscimento della Commissione Europea, ha sviluppato un'ampia gamma di finanziamenti, messi a disposizione dei più svariati soggetti, per favorire l'uso più intelligente dell'energia e la diversificazione delle fonti.

Il sostegno creditizio si rivolge in particolare alle piccole medie imprese che investono in progetti di piccola generazione o nel miglioramento dell'efficienza energetica delle unità produttive. È importante che le PMI riconoscano l'energia come componente fondamentale per migliorare il livello di competitività, non solo come fattore di costo ma anche in termini di sicurezza degli approvvigionamenti. Pur essendo più avanti nell'uso razionale dell'energia, il mondo imprenditoriale deve ancora fortemente investire per migliorare il profilo energetico delle attività di produzione di beni e servizi.

Dott. Luca FILIPPA,
Director, Research and Development, Borsa Italiana

La quotazione come strumento per la crescita delle imprese*



Contenuti

- Il finanziamento di crescita e innovazione**
- PMI: obiettivo strategico per l'*exchange industry*
- Quotazione e crescita: l'esperienza delle PMI italiane
- Le società quotabili
- L'anomalia italiana e le criticità per il Sistema-Paese
- Le linee di azione

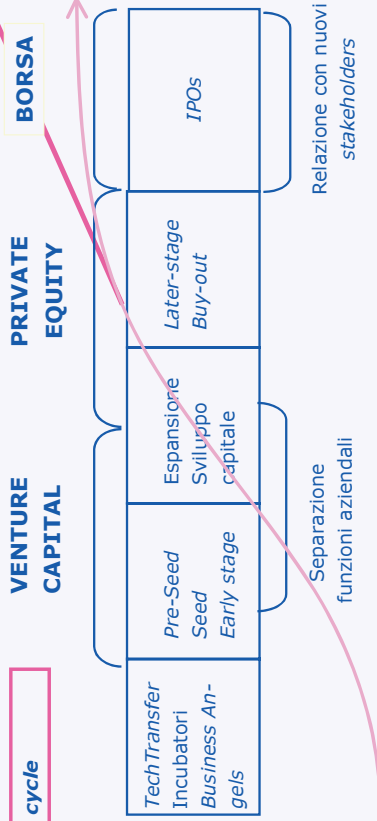
* Si riportano di seguito le slides presentate.

L'equity è lo strumento ottimale per finanziare innovazione e crescita delle imprese

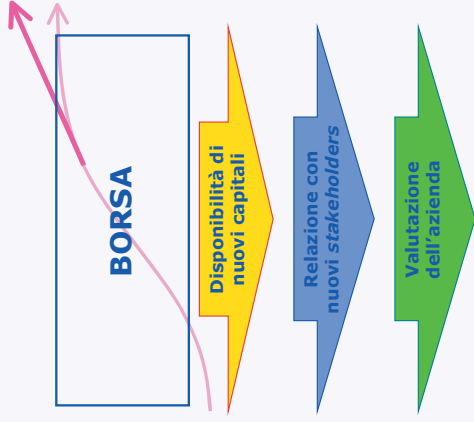
Il ricorso all'*outside equity* è lo strumento di finanziamento ottimale per progetti imprenditoriali a elevato contenuto innovativo in quanto compatibile con:

- la necessità di un elevato investimento iniziale (fasi di *start-up*; settori altamente innovativi es. *biotech*)
- un maggiore contenuto di rischio;
- un orizzonte temporale d'investimento di medio-lungo termine;
- la prevalenza di *intangible assets*.

A ogni fase di sviluppo del ciclo di vita di un'impresa o di un prodotto sono associabili modalità di finanziamento *equity* specifiche, che richiedono un diverso grado di coinvolgimento degli investitori.



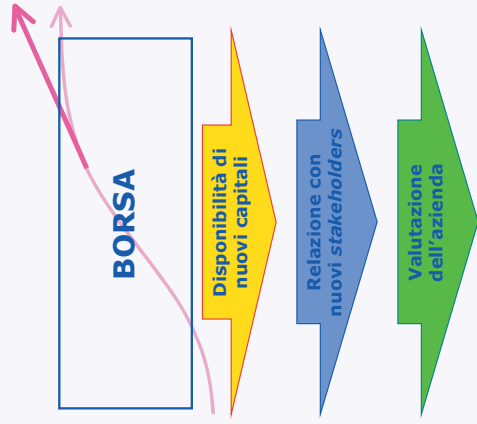
Quale ruolo per la Borsa? (1)



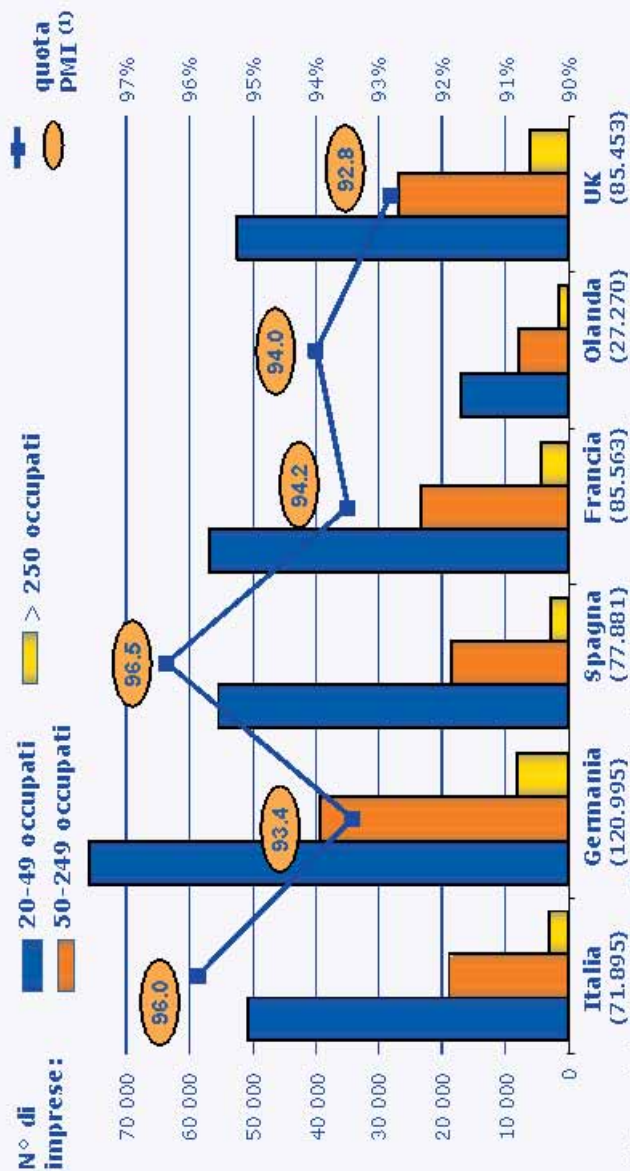
- Completa la filiera del finanziamento con *outside equity* in quanto *exit* naturale per VC/PE
- Finanzia l'innovazione attraverso la costituzione di mercati con caratteristiche adatte alle diverse tipologie di imprese (di piccola dimensione, *high growth*, *high tech*)
- Soddisfa l'elevata necessità di risorse finanziarie, anche nella fase iniziale del ciclo di vita, in presenza di:
 - elevato rischio tecnologico e commerciale legato all'innovatività del *business*
 - prevalenza di *intangible assets* (elevati costi di dissesto, difficoltà di riutilizzo per risorse altamente specifiche e difficilmente separabili)
 - possibili *market failures* sul mercato del debito
 - soluzioni contrattuali *capital gearing* inapplicabili (*assets* con scarso valore autonomo, difficilmente riutilizzabili e insufficienza di garanzie personali)

Quale ruolo per la Borsa? (2)

- Promuove la crescita attraverso la costituzione di mercati *ad hoc* per le PMI
 - ... soddisfacendone i bisogni finanziari:
 - 4 investimenti in capitale fisico e R&D
 - 4 crescita per linee esterne (M&A)
 - 4 ottimizzazione della struttura finanziaria
 - 4 attrazione di risorse umane qualificate
 - 4 riallocazione della proprietà
 - 4 gestione dei passaggi generazionali
 - ... accelerandone i cambiamenti organizzativi:
 - 4 ottimizzazione della struttura societaria e di gruppo
 - 4 miglior controllo delle performance
 - 4 miglior pianificazione nel m/l termine
 - 4 coordinamento e motivazione della struttura
 - 4 comunicazione esterna efficiente e trasparente



Le PMI costituiscono un ampio potenziale per l'Europa



(1) Percentuale di imprese con 20-249 occupati sul totale delle imprese con più di 19 occupati
 Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Eurostat e su dati Eurostat escluso il settore finanziario; anno 2003 (2002 per UK e settori energia e commercio per Germania)

Le PMI necessitano di mercati con soluzioni specifiche

- Le *large caps* sono già in condizione di raccogliere dal mercato sufficienti risorse finanziarie. Per le *mid* e *small caps* è necessario tener conto dell'esigenza di offrire soluzioni specifiche che:
- superino le eventuali inefficienze di mercato determinate dai maggiori costi di accesso alle informazioni da parte degli investitori;
 - tengano conto del carico di organizzativo di gestione dell'Tipo e dello *status* di società quotata.

PROBLEMI

- difficoltà e costi per gli investitori nella raccolta di informazioni
- bassa capitalizzazione e limitato contributo individuale alla performance complessiva
- bassi livelli di liquidità naturale e limitata capacità di assorbire *trading* istituzionale con basso *market impact*
- eccessivo impatto organizzativo/gestionale

SOLUZIONI SPECIFICHE

- microstruttura del mercato
- segmentazione del mercato
- investitori specializzati
- servizi specializzati (p.e. *liquidity provider*)

- trasparenza informativa
- *corporate governance* flottante

- *listing* meno complesso
- minori carichi di gestione



Contenuti

 Il finanziamento di crescita e innovazione

 **PMI: obiettivo strategico per l'exchange industry**

 Quotazione e crescita: l'esperienza delle PMI italiane

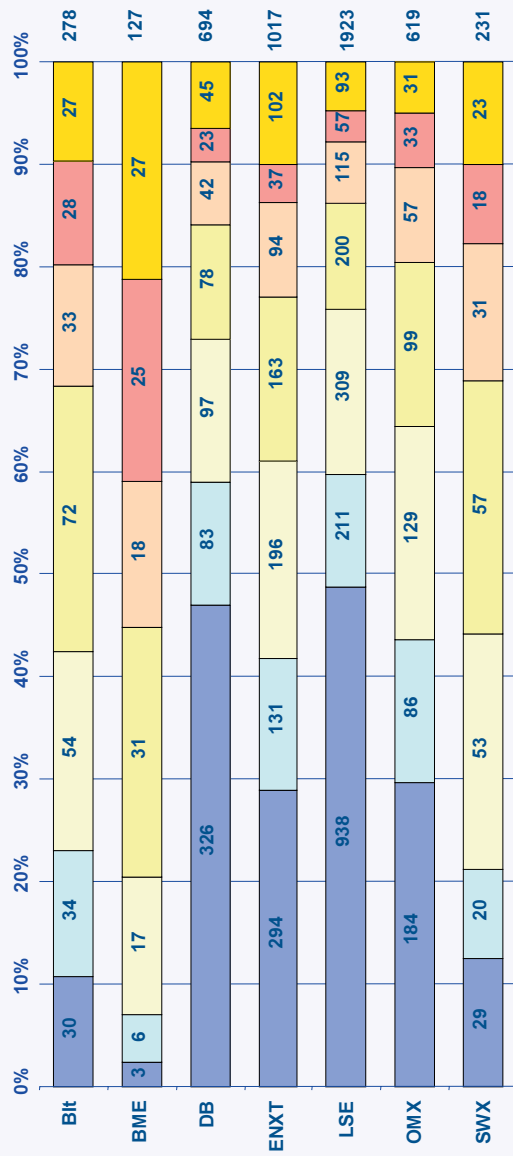
 Le società quotabili

 L'anomalia italiana e le criticità per il Sistema-Paese

 Le linee di azione

Le M&S caps sono una parte sempre più rilevante dei listini

Le imprese con capitalizzazione inferiore ai 100 ML di euro sono meno del 25% di quelle quotate in Italia, oltre il 40% su Euronext, il 60% in Germania e in UK

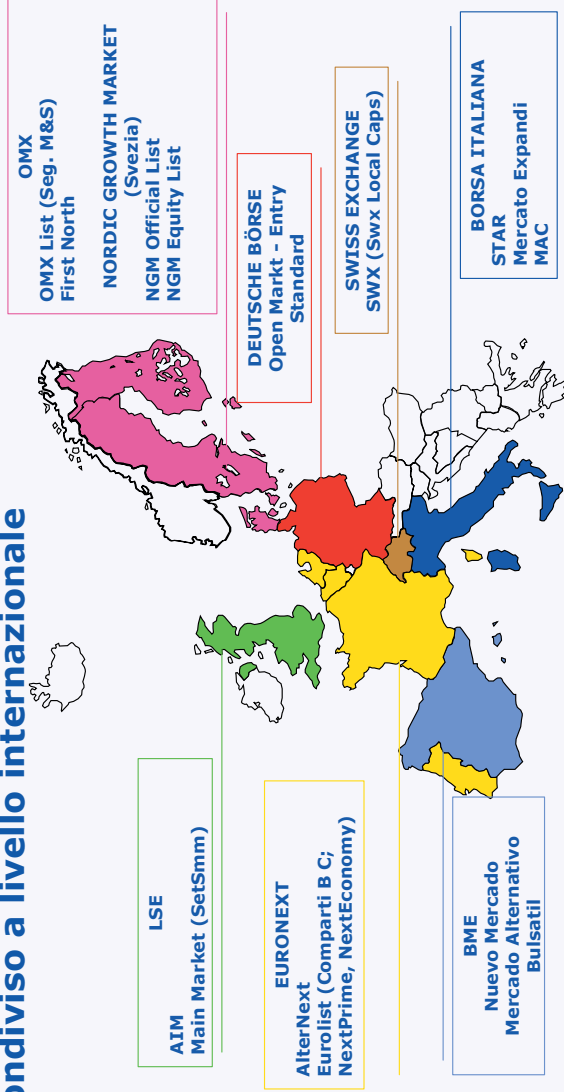


Mkt cap classes (euro m) ■ 0 - 50 ■ 50 - 100 ■ 100 - 300 ■ 300 - 1000 ■ 1000 - 2500 ■ 2500 - 5000 ■ > 5000

* Società domestiche quotate a fine 2006. Sono incluse le sole azioni principali.

Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Borsa Italiana e Datastream

Mercati efficienti per le PMI sono un obiettivo strategico condiviso a livello internazionale



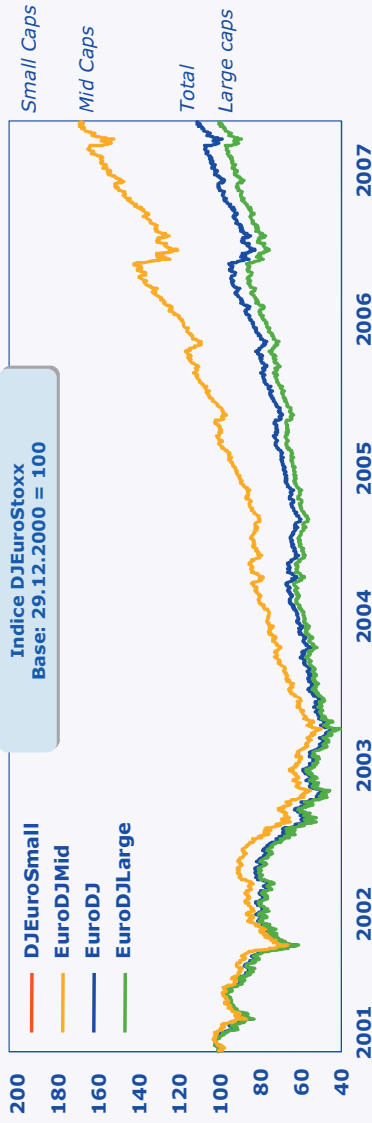
In Europa sono circa 6.400 le imprese *mid&small caps* quotate - dirette *competitors* delle 200 italiane - che possono già godere dei benefici dell'apertura del mercato dei capitali. Nel 2007 rappresentavano il 16% della capitalizzazione complessiva, per un valore di 1.200 miliardi di euro (quasi il doppio dell'intero mercato azionario italiano), con una dimensione media di 200 milioni di euro

Le mid&small caps europee sono un'asset class autonoma sia rispetto alle Large caps capace di migliorare le performance degli investitori

L'analisi empirica dimostra che⁽¹⁾:

- le *Small Caps* dell'Area euro rappresentano un'asset class autonoma sia rispetto alle *Large Caps* europee, che rispetto alle *Small Caps* statunitensi
- l'inserimento di *Small Caps* europee in un portafoglio azionario già diversificato ne migliora il grado di efficienza

Le *mid&small caps* hanno quasi sempre sovraperformato le *large caps* nell'ultimo quinquennio.



(1) G. Petrella, Are Euro Area Small Caps an Asset Class?, BitNotes n. 8 (2003)

(2) Gli indici small, mid e large caps sono ottenuti come equa ripartizione dell'indice totale in tre classi
Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Thompson Financials (Datastream)

Contenuti

 Il finanziamento di crescita e innovazione

 PMI: obiettivo strategico per l'*exchange industry*

 **Quotazione e crescita: l'esperienza delle PMI italiane**

 Le società quotabili

 L'anomalia italiana e le criticità per il Sistema-Paese

 Le possibili linee di azione



Gli effetti positivi della quotazione

Un recente studio di Borsa Italiana descrive gli effetti che la quotazione ha prodotto sulle imprese italiane di medio-piccole dimensioni che sono approdate sul mercato azionario nel corso dell'ultimo decennio.

- La quotazione in Borsa è un momento rilevante nel ciclo di vita dell'impresa dal punto di vista dell'evoluzione dei comportamenti finanziari e degli effetti sull'organizzazione aziendale
- C'è una **relazione positiva tra quotazione e crescita aziendale**
 - le imprese che si quotano hanno elevati tassi di sviluppo che la quotazione aiuta a mantenere nel tempo: il fatturato cresce pre Ipo del 22% annuo e del 18% post Ipo (livelli multipli di quelli della media delle imprese); 4 imprese su 5 dichiarano che senza la quotazione il tasso di sviluppo aziendale sarebbe stato inferiore;
 - in corrispondenza all'accesso al mercato azionario le imprese effettuano significativi investimenti: il tasso di investimento passa dal 15% annuo pre Ipo al 23% post Ipo. Le risorse raccolte in sede di Ipo sono principalmente (37% del totale) destinate all'attività di crescita per linee esterne (il 70,8% di imprese ha effettuato un'acquisizione post Ipo e in media ne sono state effettuate 4), all'investimento in nuovi impianti (17,8%) e in R&D (9,3%).

Gli effetti positivi della quotazione (2)

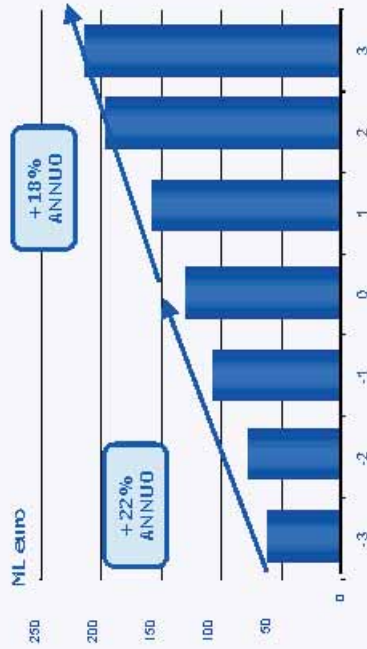
- Con la quotazione si assiste a un **irrobustimento della struttura finanziaria delle imprese**
- Grazie agli incentivi fiscali esistenti, **la quotazione ha permesso alle imprese di ridurre il tax wedge**
- Le imprese neo quotate hanno realizzato **significativi cambiamenti nei sistemi organizzativi e di governance**, che hanno impresso un'accelerazione al processo di evoluzione aziendale contribuendo all'irrobustimento competitivo e alla creazione di valore
- **La quotazione** non è percepita come un *break* strutturale, quanto piuttosto come **acceleratore di un processo di evoluzione già in atto** laddove un'impresa ha scelto di intraprendere la via della crescita

Le imprese quotate mostrano elevati tassi di crescita

FATTURATO DELLE IMPRESE DI NUOVA QUOTAZIONE**

PRE LISTING

POST LISTING



TASSO ANNUO DI
CRESCITA DEL FATTURATO
DELLE IMPRESE ITALIANE*
+ 7%

* Media 1995-2002; fonte Bach - European Commission
** Mid & small caps che si sono quotate sul mercato it-allian nel periodo 1995-2000 (104 imprese)
Fonte: Borsa Italiana - R&D

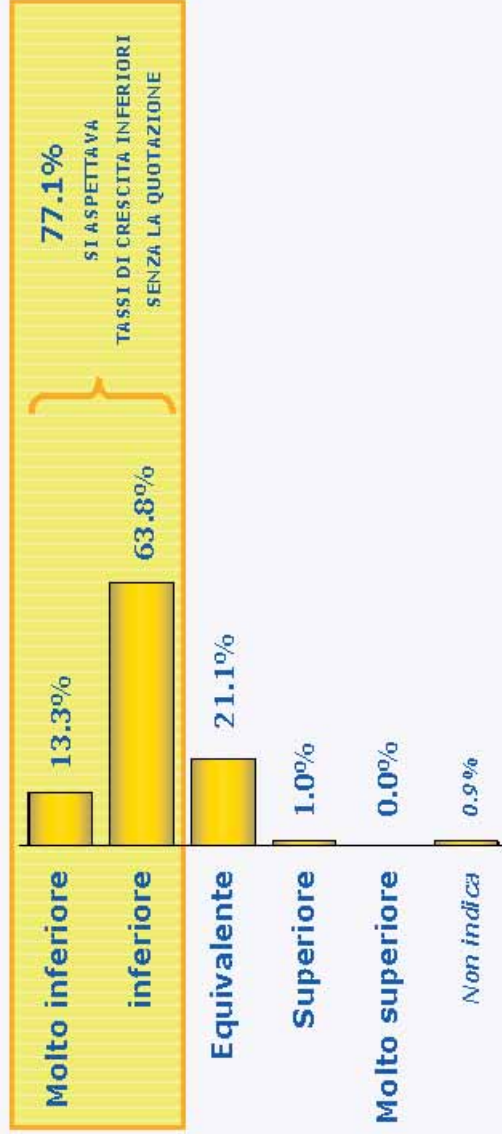


BORSA ITALIANA

L'esperienza delle PMI italiane quotate

Gli imprenditori hanno presente il contributo alla crescita

LEI RITIENE CHE SE LA SUA SOCIETÀ NON SI FOSSE QUOTATA AVREBBE AVUTO UN TASSO DI CRESCITA...?

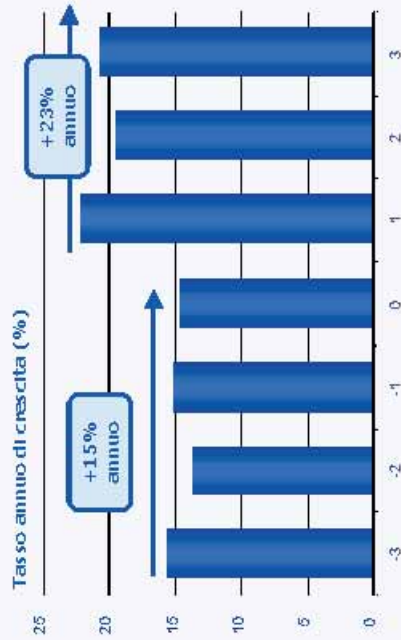




BORSA ITALIANA

L'esperienza delle PMI italiane quotate

Le risorse raccolte con l'IPO finanziano gli investimenti



... la quotazione è un cambiamento importante nella vita di un'impresa anche dal punto di vista delle scelte produttive

* Investimenti totale delle immobilizzazioni (materiali e immateriali). Mid & small caps che si sono quotate sul mercato Italiano nel periodo 1995-2000 (104 imprese)

Fonte: Borsa Italiana - R&D



BORSA ITALIANA

L'esperienza delle PMI italiane quotate

La quotazione finanziaria acquisizioni, nuovi impianti e R&D

PUO' INDICARMI COME SONO STATE UTILIZZATE LE RISORSE RACCOLTE CON LA QUOTAZIONE?



QUALI INIZIATIVE NON AVRETE POTUTO REALIZZARE SENZA LA QUOTAZIONE?

Il 100% delle aziende ha dichiarato che la quotazione ha consentito di realizzare almeno un obiettivo di sviluppo e il 43.8% dichiara che almeno un progetto non sarebbe stato realizzabile.

NON AVREBBE REALIZZATO ALCUNI PROGETTI 43.8%

... acquisizioni	37.5%
- in Italia	34.4%
- all'estero	26.7%
... accantonamento risorse	14.3%
... Investimenti in nuovi impianti	10.8%
... Investimenti in R&D	9.4%

Fonte: Borsa Italiana - R&D. Base: Pmi quotate nel periodo 1995-2000



BORSA ITALIANA

L'esperienza delle PMI italiane quotate

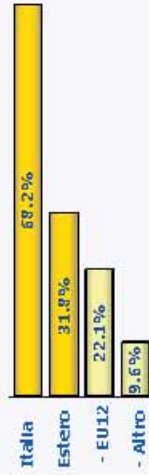
Operazioni di M&A successive alla quotazione

LA DIFFUSIONE DEL FENOMENO

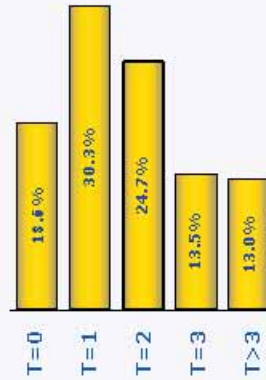
	Totale	MTA&ME	MTAX
N° medio operazioni	4.1	3.4	5.2
N° mediano operazioni	3.0	3.0	3.0
% con almeno un'operazione	76.4%	74.4%	80.5%

ALCUNE CARATTERISTICHE DELLE OPERAZIONI

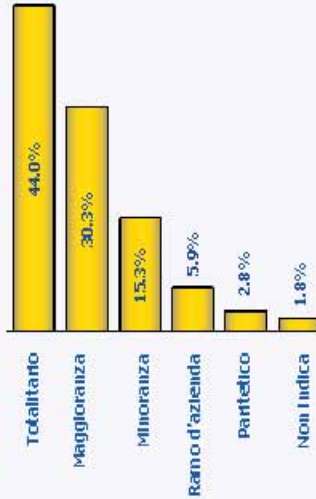
Nazionalità dell'impresa target:



Anno post-quotazione:

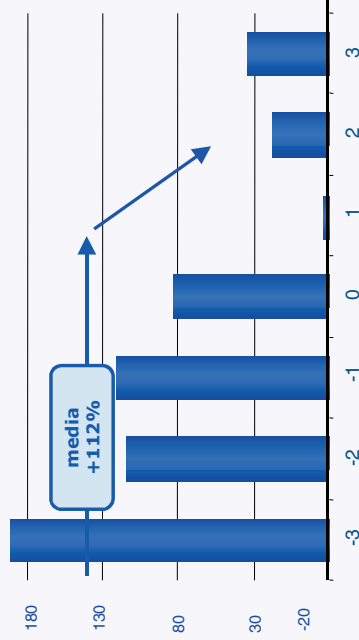


Tipologia controllo post operazione:



Fonte: elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Osservatorio M&A Bocconi. Base: Imprese dell'universo di riferimento (127 società)

La quotazione riduce il leverage e migliora la relazione con il sistema bancario



Le imprese dichiarano espressamente di aver migliorato la loro relazione con il sistema bancario

* Leverage è il rapporto tra la debiti finanziari netti e il patrimonio netto. Mid & small caps che si sono quotate sul mercato italiano nel periodo 1995-2000 (104 imprese)

Fonte: Borsa Italiana - R&D.

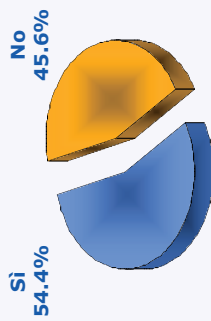


L'esperienza delle PMI italiane quotate

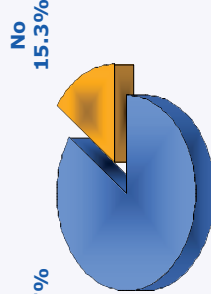
La quotazione ha richiesto un significativo cambiamento organizzativo

PERCENTUALE DI IMPRESE CHE E' INTERVENUTA IN OCCASIONE O DOPO LA QUOTAZIONE SU...

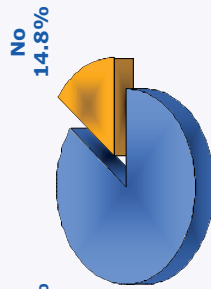
Struttura societaria/di gruppo



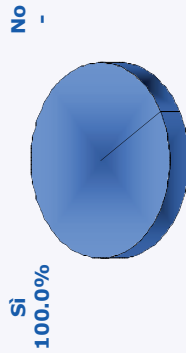
Sistemi di pianificazione strategica



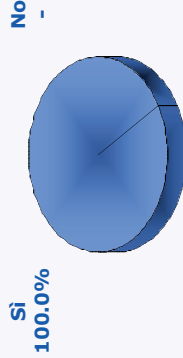
Sistemi di controllo di gestione



Sistemi di governance



Sistemi di comunicazione



Fonte: Borsa Italiana - R&D. Base: tutte le imprese intervistate (77 società)



BORSA ITALIANA

L'esperienza delle PMI italiane quotate







Nel complesso i cambiamenti organizzativi hanno comportato una buona percezione di creazione di valore

IN GENERALE, CONSIDERANDO COSTI E BENEFICI, RITIENE CHE QUESTI CAMBIAMENTI
ABBIANO COSTRUITO VALORE PER LA SUA IMPRESA?



Fonte: Borsa Italiana - R&D. Base: tutte le imprese intervistate (77 società)

Contenuti

-  Il finanziamento di crescita e innovazione
-  PMI: obiettivo strategico per l'*exchange industry*
-  Quotazione e crescita: l'esperienza delle PMI italiane
-  **Le società quotabili**
-  L'anomalia italiana e le criticità per il Sistema-Paese
-  Le linee di azione

Sintesi delle evidenze empiriche

- La popolazione delle imprese quotabili è definita a partire dalle imprese censite nell'Archivio di Centrale dei Bilanci che abbiano le seguenti caratteristiche:
 - fatturato superiore ai 25 ML di euro (e più di 20 dipendenti);
 - redditività positiva (MOL positivo in almeno uno degli anni 2001-2003);
 - *compliance* con i requisiti per la quotazione sul Mercato Expandi per le imprese con fatturato tra i 25 e i 50 ML di euro:
 - ⁴ utile netto e margine operativo lordo positivi, rapporto tra posizione finanziaria netta e risultato operativo lordo inferiore o uguale a 4;
 - indipendenza da imprese estere o quotate.
- Le circa 2.200 imprese individuate sono il 3% delle imprese italiane oltre i 20 addetti, aggregano il 25% del fatturato e il 22% dei dipendenti.
- Si tratta di una popolazione rappresentativa delle 'imprese italiane', leader nei settori e nei distretti di appartenenza.
- Circa 350 di esse (imprese 'eccellenti') hanno tassi di crescita del fatturato, tassi di investimento e redditività contemporaneamente superiori alla mediana dell'intero campione:
 - se quotate sarebbero in gran parte di piccola o media capitalizzazione. La loro quotazione porterebbe a una capitalizzazione addizionale pari al 16% di quella attuale delle società non finanziarie (limitatamente al mercato Expandi, pari a 2,5 volte quella attuale);
 - tra le imprese che si sono quotate nel periodo 1995-2003 è più frequente riscontrare indicatori di crescita comparabili con quelli delle 'eccellenti', a ulteriore conferma della relazione positiva tra crescita e finanziamento con *equity*.

L'ampio potenziale di imprese quotabili

	Quotabili ⁽¹⁾ ⁽²⁾		% su Italia	
	Classi fatturato (ML €)			
	Totale	> 50	25-50	Oltre 20 addetti ⁽²⁾ ⁽³⁾
Numero di società	2 199	1 656 (75.3%)	543 (24.7%)	0.05%
Fatturato complessivo (milioni di euro)	309 783	290 476	19 307	13.2%
Fatturato medio⁽¹⁾ (milioni di euro)	141 (69)	175 (85)	36 (34)	2.9%
Numero dipendenti (migliaia)	1 385	1 307	78	9.2%
Numero dipendenti medio⁽¹⁾	644 (209)	806 (275)	148 (110)	22.1%

(1) Tra parentesi è riportato il dato mediano

(2) Dato leggermente sottostimato dovuto all'utilizzo della classe sopra i 20 dipendenti, la più prossima tra quelle fornite dall'Istat

(3) Il confronto sul fatturato è con le imprese italiane attive nei settori dell'industria e dei servizi con oltre 20 addetti, non sono inclusi i settori A, B e J. Anno 2000

Elaborazioni Borsa Italiana R&D su dati Centrale dei Bilanci (2003) e Istat (Censimento 2001, Conti economici delle Imprese 2005)

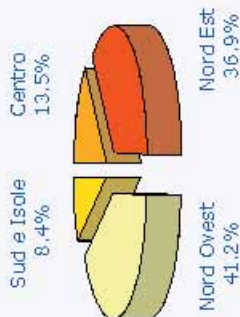


BORSA ITALIANA*

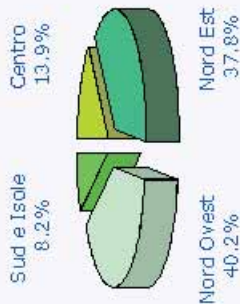
Le società quotabili

Ripartizione per area geografica

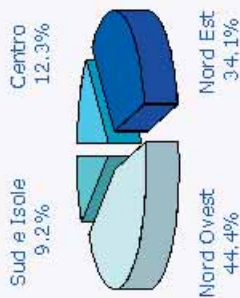
TOTALE QUOTABILI



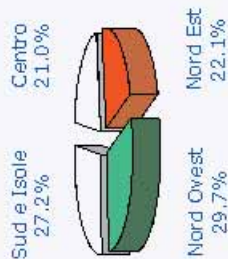
> 50 ML € FATTUARATO



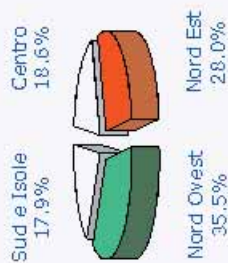
25-50 ML € FATTUARATO



ITALIA (1)



ITALIA > 20 dipendenti



Rispetto alle imprese italiane attive nell'industria e nei servizi non finanziari le società quotabili sono più concentrate nel Nord Ovest e nel Nord Est. Tale differenza si attenua guardando i dati riferiti alle imprese italiane con un numero di dipendenti superiore a 20.



(1) Il dato è al netto del settore credito e assicurazioni
Elaborazioni Borsa Italiana R&D su dati centrale dei Bilanci (2003) e Istat (censimento 2001)



BORSA ITALIANA*

Le società quotabili

I settori di attività delle imprese quotabili (1)



Quotabili (1) (2)	SETTORI SOVRAPESATI					SETTORI SOTTOPESSATI		
	Alimentare	Tessile	Climatica	Meccanica	Meccanica	Costruzioni	Immobiliari	Commercio
Italia (2)	10.6% (9.2%)	5.7% (2.2%)	4.6% (7.9%)	8.8% (2.7%)	7.8% (3.3%)	3.9% (1.4%)	2.9% (0.9%)	23.6% (5.4%)
Italia > 20 addetti	2.4%	2.1%	0.2%	2.9%	1.2%	16.7%	11.9%	35.1%
	5.7%	3.9%	4.9%	6.2%	6.0%	3.1%	4.4%	23.2%

(1) Tra parentesi è riportato l'incidenza delle quotabili settoriali sul totale delle imprese italiane con oltre 20 addetti che operano nel settore di riferimento (anno 2000); (2) Dati al netto dell'agricoltura
Elaborazioni Borsa Italiana R&D su dati Centrale dei Bilanci (2008), Infocamerie (MovImprese 2008) e Istat (Conti economici delle Imprese 2005) **27**



BORSA ITALIANA*

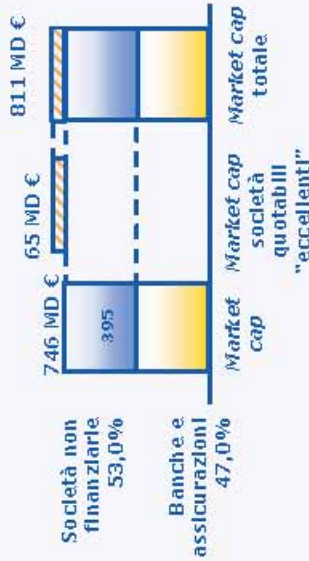
Le società quotabili

Le società "eccellenti" e l'impatto della loro quotazione sul mercato italiano

La stima del possibile contributo aggiuntivo alla capitalizzazione del mercato italiano deve tenere conto degli effettivi livelli di propensione alla quotazione delle imprese italiane. Segmentando le società quotabili sulla base dei tassi di crescita del fatturato, della redditività e del tasso di investimento si individuano 364 imprese eccellenti⁽¹⁾.

TOTALE MERCATO AZIONARIO⁽²⁾

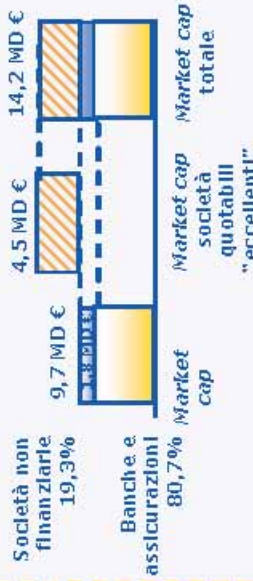
Analisi a fine 2006



La market cap addizionale sarebbe pari al 16% di quella delle società non finanziarie






- (1) Sono definite eccellenti le imprese con valori superiori alla mediana del tasso di crescita del fatturato, redditività e investimenti;
 - (2) Stime su dati di capitalizzazione settembre 2006, *multiple price to sales* settoriali per l'anno 2005 (FTSE300); fatturato 2003;
 - (3) Sono considerate target per Expandi le imprese con fatturato 25-50 ML di euro.
- Elaborazioni Borsa Italiana - R&D su dati Bloomberg (2005), Borsa Italiana (2005), Centrale dei Bilanci (2003)

Di cui: MERCATO EXPANDI⁽³⁾



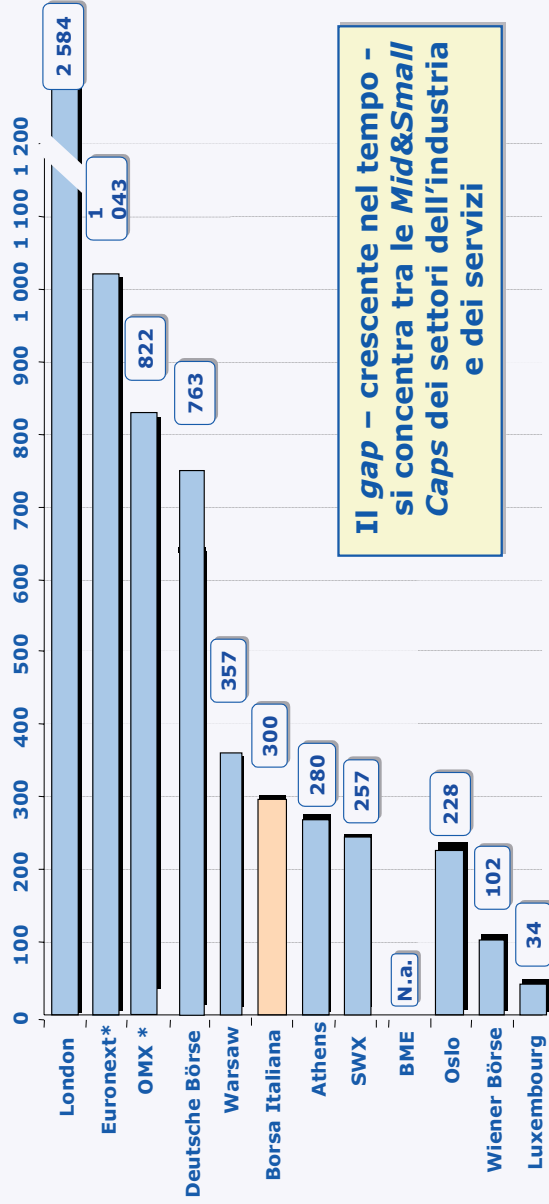
La market cap addizionale sarebbe pari a 2,5 volte quella delle società non finanziarie

Contenuti

-  Il finanziamento di crescita e innovazione
-  PMI: obiettivo strategico per l'*exchange industry*
-  Quotazione e crescita: l'esperienza delle PMI italiane
-  Le società quotabili
-  **L'anomalia italiana e le criticità per il Sistema-Paese**
-  Le linee di azione

Il sistema-Italia appare meno dinamico nell'avvicinare le PMI al mercato: il numero di società quotate resta insufficiente

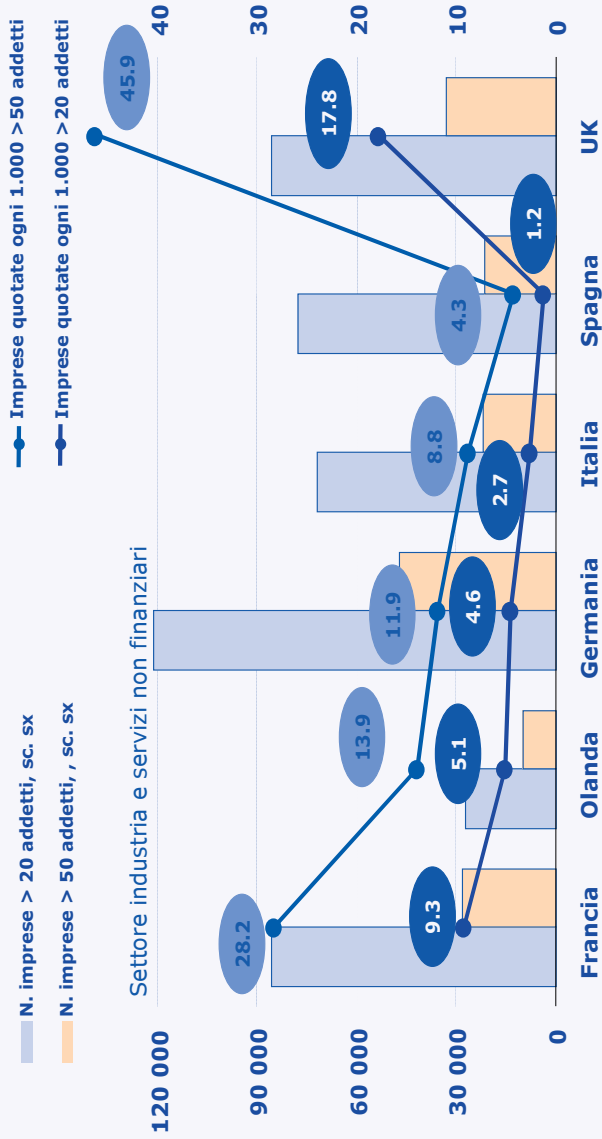
Società domestiche quotate, gennaio 2008



* Euronext comprende i mercati di Parigi, Amsterdam, Bruxelles e Lisbona; OMX comprende i mercati di Stoccolma, Helsinki, Copenhagen e Paesi Baltici

Fonte: FESE

La propensione alla quotazione è modesta



Fonte: elaborazioni Borsa Italiana R&D su dati Eurostat (2003) per il totale delle imprese e singole borse e Thomson Financial (2005) per le imprese quotate.

Gli investitori istituzionali sono carenti nel costruire prodotti specializzati nell'investimento in *mid&small caps**

	UK		Italia		Germania		Francia	
	n.	AUM (bn€) (%)	n.	AUM (bn€) (%)	n.	AUM (bn€) (%)	n.	AUM (bn€) (%)
31.12.2007								
Totale fondi comuni (1)	2 178	637.23 (100%)	2 557	570.16 (100%)	5 359	731.13 (100%)	8 243	1 351.61 (100%)
Fondi comuni azionari	1 245	448.56 (70.39%)	937	134.89 (23.66%)	1 972	230.54 (31.53%)	2 262	333.95 (24.63%)
Fondi comuni azionari a specializzazione domestica	491	239.41 (37.57%)	80	12.29 (2.16%)	84	36.19 (4.95%)	277	54.30 (4.02%)
Fondi comuni specializzati in PMI domestiche gestiti da operatori naz.	60	11.07 (1.74%)	11	0.64 (0.11%)	16	1.29 (0.18%)	42	n.d. (n.d.)

(1) I dati di UK e Francia non includono i fondi roundtrip e quelli esteri. I dati tedeschi non includono gli *specialfonds*.

Analisi Borsa Italiana R&D su dati Assogestioni, AFG, BVI, IMA e www.boursorama.com



BORSA ITALIANA*

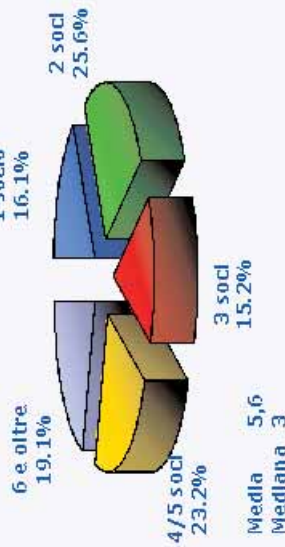
L'anomalia italiana e le possibili criticità

Le strutture proprietarie sono chiuse e poco dinamiche

Dimensione della quota del socio principale (per classe dimensionale dell'impresa)

N. addetti	50-199		200-499		500-999		1000 e oltre		Totale	
	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003	1993	2003
Quota 0% - 50%	44,8	40,1	20,9	29,4	12,7	20,8	10,9	15,4	39,8	34,0
> 50%-100%	55,2	59,9	79,1	70,6	87,4	79,1	89,1	84,6	60,2	66,0

Numero soci (2003)



Tipologia proprietari (quota media ponderata)

	1993	2003
Persona fisica	47,8	46,7
Impresa estera	5,9	8,7
Impresa o ente pubblico	3,4	0,8
Impresa finanziaria di gruppo	17,5	22,4
Altra impresa finanziaria privata	0,0	1,9
Impresa privata non finanziaria	18,1	10,6
Altri soggetti residuali	7,3	8,9
Totale	100,0	100,0

Trento, S. e S. Giacomelli (2005) 'Proprietà e controllo delle imprese italiane. Cosa è cambiato nel decennio 1993-2003?' Tema di discussione della Banca d'Italia, n. 550

La struttura del passivo delle imprese europee

Le imprese italiane si caratterizzano per un elevato *average* rispetto alle loro *competitors* europee dovuto, soprattutto per le medie, a una minore patrimonializzazione e a una maggiore incidenza dei debiti commerciali e di quelli finanziari a breve termine

	Italia		Francia		Germania		Spagna	
	Medie	Grandi	Medie	Grandi	Medie	Grandi	Medie	Grandi
Capitale e riserve	29.8%	35.0%	35.2%	30.2%	33.5%	29.5%	45.0%	39.6%
Debiti commerciali	25.0%	20.8%	23.7%	16.6%	8.6%	6.4%	16.3%	18.7%
- a breve	25.0%	20.8%	23.7%	16.6%	8.6%	6.4%	16.1%	18.5%
- a m/l termine	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%
Debiti finanziari	29.5%	26.6%	8.3%	3.5%	17.7%	4.8%	17.3%	8.4%
- a breve	20.0%	15.6%	3.1%	1.3%	8.0%	2.0%	9.1%	2.9%
- a m/l termine	9.6%	11.1%	5.3%	2.2%	9.7%	2.8%	8.1%	5.5%
Leverage ⁽⁴⁾	0.99	0.76	0.24	0.12	0.53	0.16	0.38	0.21

(1) Sono definite medie le imprese con fatturato compreso tra 10-50 milioni euro; grandi oltre i 50 milioni euro.

(2) L'industria aggrega il settore manifatturiero, le *utilities* e le costruzioni.

(3) I servizi privati aggregano commercio, trasporti, servizi alle imprese e *real estate*.

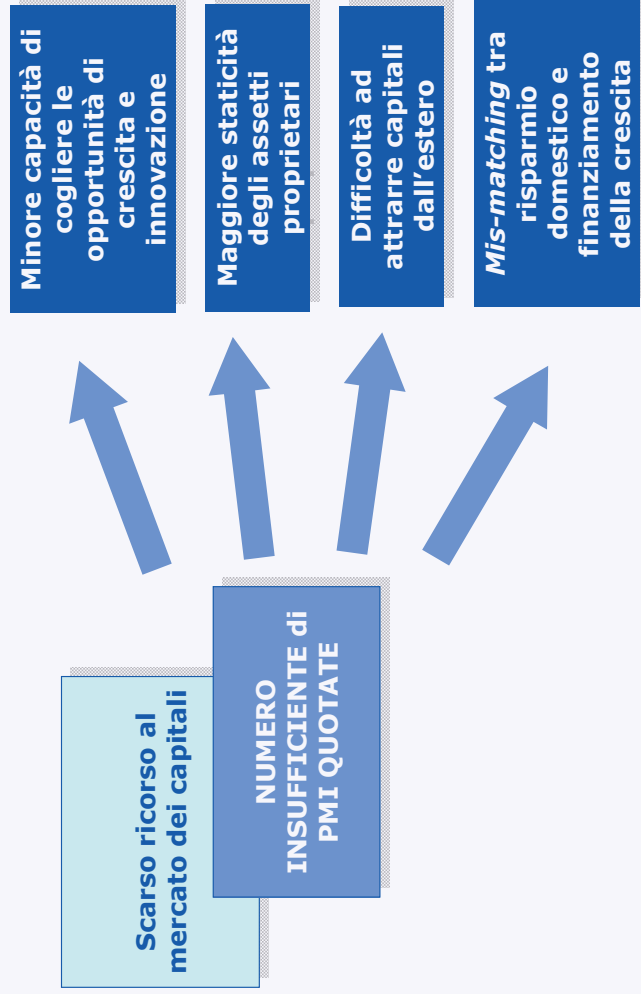
(4) Il *leverage* è definito come rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto.



BORSA ITALIANA®

L'anomalia italiana e le possibili criticità

L'anomalia italiana e le criticità per il Sistema-Paese

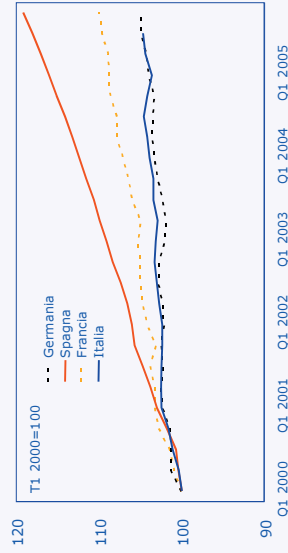


La valorizzazione del mercato azionario accrescerebbe il potenziale di crescita del sistema-Paese...

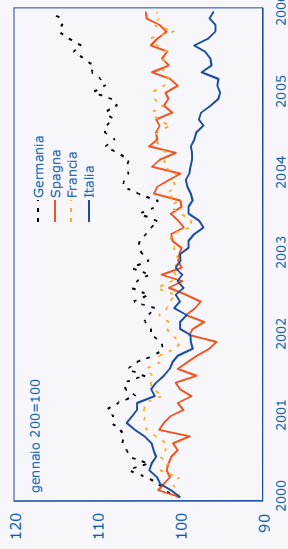
La quotazione agisce direttamente sulle debolezze del tessuto industriale italiano. Il potenziale di maggiore crescita è stimato nell'ordine di 0,5%-0,9% del Pil.

- ✓ Rende la struttura del passivo più equilibrata
- ✓ Impulso alla crescita dimensionale fornendo le risorse finanziarie necessarie ai progetti di sviluppo
- ✓ Apertura del capitale aziendale a terzi e alla relazione con nuovi *stakeholders*
- ✓ Naturale canale di finanziamento delle attività più innovative e a maggiore valore aggiunto
- ✓ Accelera i processi di introduzione di maggiore efficienza gestionale
- ✓ Accresce la domanda di risorse specializzate e di capacità di attrazione di *human capital* eccellente

Prodotto Interno Lordo ⁽¹⁾



Indice produzione manifatturiera ⁽¹⁾



(1) Elaborazioni Borsa Italiana R&D su dati Eurostat

...renderebbe più dinamiche le strutture proprietarie delle imprese...

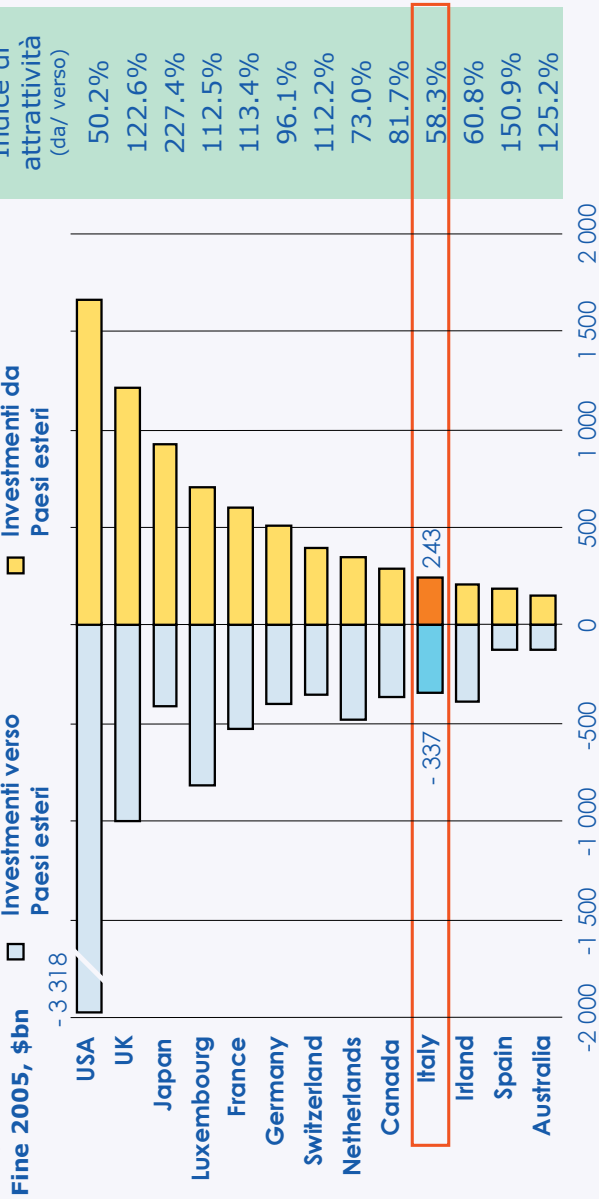
Nelle imprese quotate nel periodo 1985-2001 l'*ultimate shareholder*, pur conservandone la maggioranza assoluta, ha ridotto in modo significativo la quota di diritti di voto (1)

DIRITTI DI VOTO DETENUTI DALL'ULTIMATE SHAREHOLDER						
TUTTE		FINANZIARIE		INDUSTRIALI		
	Pre-listing	Post-listing	Pre-listing	Post-listing	Pre-listing	Post-listing
Media	72.3%	53.7%	75.0%	58.8%	72.0%	53.0%
Decili imprese						
10%	33.2%	23.6%	33.8%	28.9%	33.4%	23.5%
25%	50.0%	38.1%	53.6%	42.9%	50.0%	38.1%
50%	78.1%	54.2%	85.9%	75.1%	78.0%	54.1%
75%	100.0%	70.0%	100.0%	83.1%	100.0%	69.6%

(1) Imprese che si sono quotate nel periodo 1985-2001
Elaborazioni Borsa Italiana R&D su dati Rigamonti (2005)

...migliorerebbe la capacità di attrarre capitali...

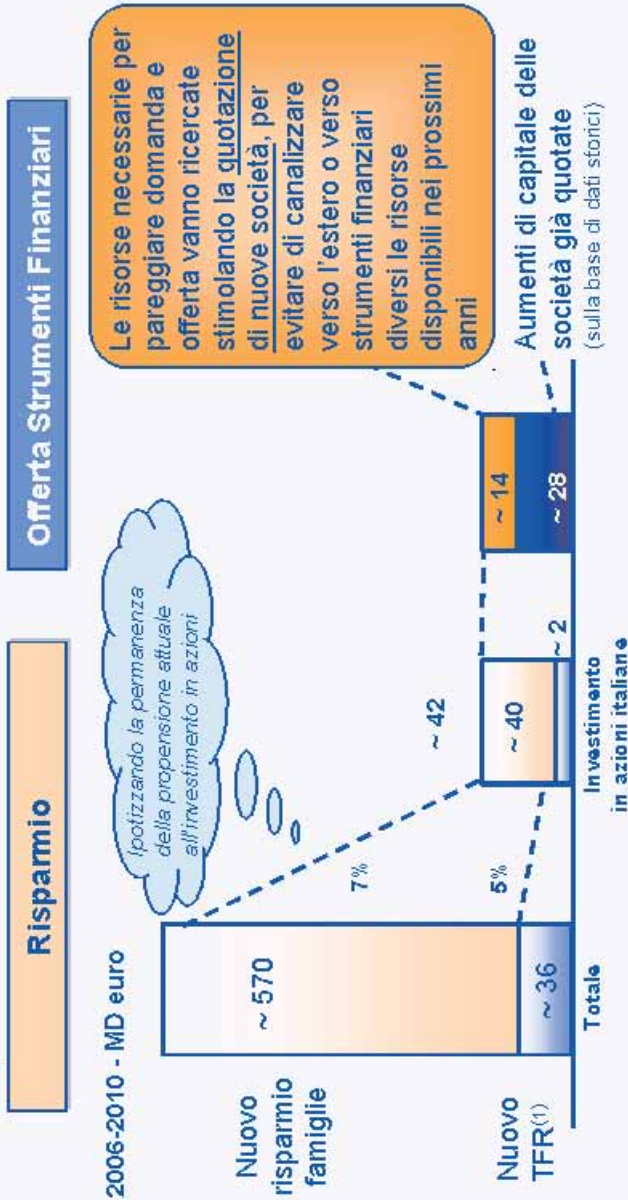
Nel ranking dei capitali destinati agli investimenti di portafoglio in equity l'Italia appare come un esportatore netto



Fonte: A. Franzosi, M. Geranio, *Gli investimenti internazionali di portafoglio*, BITNotes 18, Novembre 2007








...attenuerebbe il potenziale *mis-matching* nell'allocazione del risparmio domestico



(1) Ipotesi di entrata in vigore della nuova disciplina sul conferimento nel 2009. Analisi Borsa Italiana - R&D

Contenuti

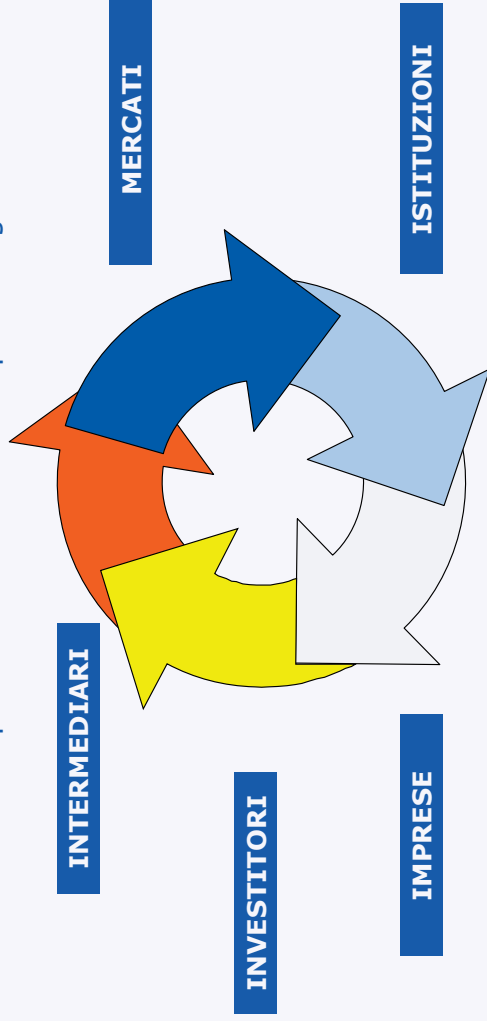
-  Il finanziamento di crescita e innovazione
-  PMI: obiettivo strategico per l'*exchange industry*
-  Quotazione e crescita: l'esperienza delle PMI italiane
-  L'anomalia italiana e le società quotabili
-  Le opportunità per il Sistema-Paese



Le linee di azione

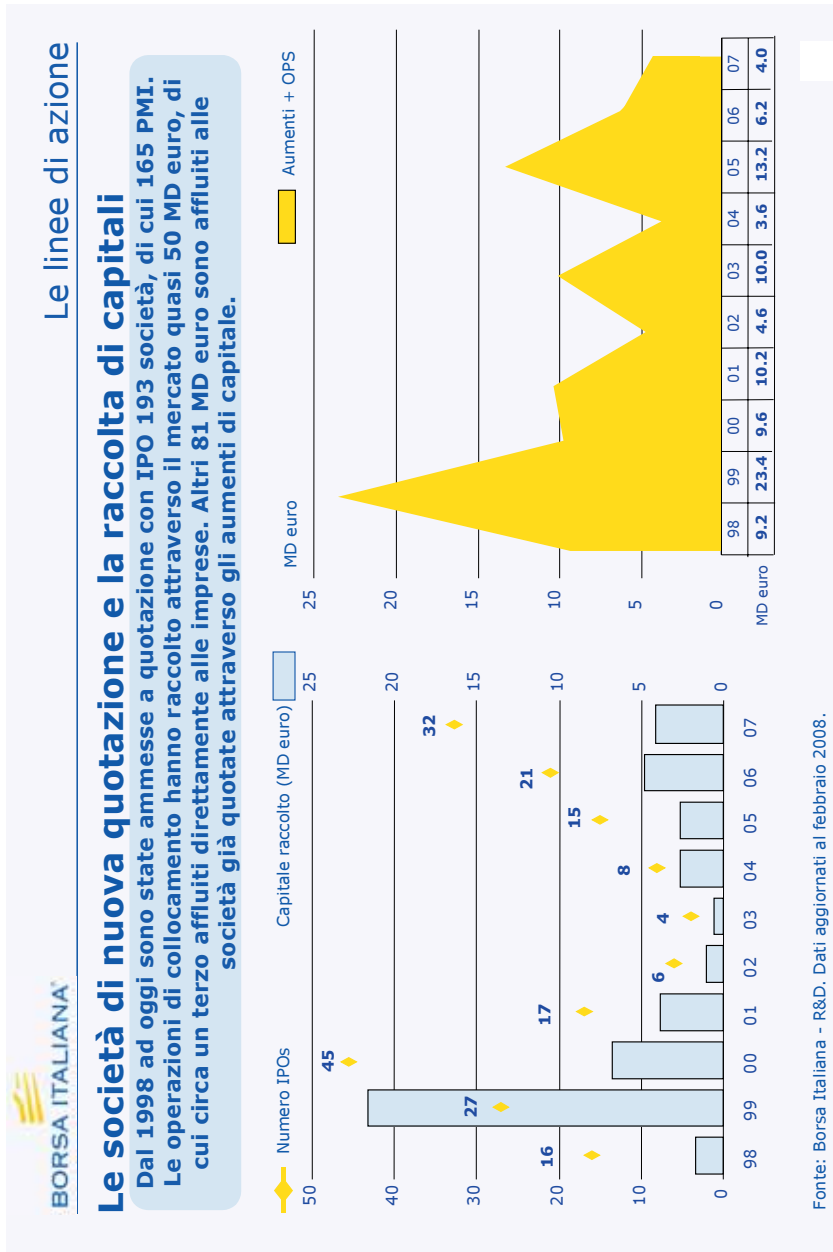
La rilevanza di un approccio integrato al tema della crescita della partecipazione delle PMI al mercato azionario

 Valorizzare le opportunità aperte dal mercato dei capitali come luogo di incontro tra le esigenze di finanziamento di nuovi progetti delle imprese e l'obiettivo di un'equa remunerazione dei risparmi degli investitori



Le azioni realizzate di Borsa Italiana

- **Segmentazione dei mercati** => *set up* di un ambiente favorevole per il listing e il trading delle PMI, con l'obiettivo di migliorare la visibilità delle *mid & small caps* di alta qualità
- **Organizzazione interna** => creazione di un *team* dedicato che si relaziona in modo continuativo con le imprese
- **Marketing a livello domestico** => coinvolgimento della *securities industry*, del settore bancario, delle associazioni industriali
- **Marketing internazionale** => realizzazione continuativa di attività per promuovere il mercato azionario italiano e le società italiane quotate nelle principali piazze finanziarie internazionali e accrescere la capacità di attrazione di capitali dall'estero
- **Management del Post Listing** => Internet, *road shows* domestici e internazionali, *press coverage*
- **Indici** => lancio di indici dedicati alle PMI



Fonte: Borsa Italiana - R&D. Dati aggiornati al febbraio 2008.

Le istituzioni

Alcune direttive essenziali per la politica fiscale

- **Tassazione d'impresa che equipari il finanziamento con debito e quello con equity attenuando il favore fiscale di cui gode il debito =>** introduzione di deduzioni dall'imponibile legate agli incrementi del patrimonio
- **Interventi a favore dei processi di aggregazione tra imprese =>** al fine di incentivare le fusioni necessarie ad acquisire la dimensione ottimale per affrontare efficacemente la concorrenza internazionale
- **Tassazione dei redditi da capitale che non penalizzi l'investimento in equity rispetto alle altre forme di risparmio =>** al fine di evitare artificiose segmentazioni della domanda di strumenti finanziari
- **Agevolare la costituzione di fondi d'investimento specializzati nelle PMI =>** un regime fiscale favorevole all'investimento in PMI, in linea con altre esperienze in ambito europeo (UK, Francia, Spagna), potrebbe aiutare a sviluppare e far confluire risorse per queste imprese e a sviluppare in Italia investitori professionali specializzati nell'investimento in società di minore dimensione



Gli altri attori

Le imprese

- **Apertura del capitale e dell'organizzazione** => accettare di doversi confrontare con soggetti esterni all'impresa (in un'ottica di valutazione, discussione di risultati e strategie, *rating*); accettare di condividere le responsabilità decisionali
- **Pianificare e comunicare la crescita** => accettare precise strategie di crescita, comunicarle e implementarle in modo efficace; strutturare procedure formalizzate di pianificazione; rafforzare le competenze finanziarie presenti nell'impresa
- **Governance** => creare chiare regole di *governance* per tutelare gli azionisti

Gli intermediari

- **Agire lungo l'intera catena del valore** => dal *private equity*, all'IPO *origination*, fino al *trading*
- **Fornire un servizio personalizzato per le PMI** => strutture flessibili, servizi integrati, personalizzati e ad ampio raggio; modello organizzativo che assicuri la presenza sul territorio dei servizi di *corporate finance*

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Aletti Montano & Co.
Allfunds Bank, S.A.
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Anima SGR S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Assiom
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca C. Ponti S.p.A.
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Commerciale Sammarinese
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca Imi S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca Network Investimenti S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Garanzia
Banca Popolare di Intra S.p.A.
Banca Popolare Lodi S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare Valconca

Banca Popolare di Verona - S. Geminiano e S. Prospero S.p.A.
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di Roma S.p.A.
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banco di Brescia S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco di Napoli S.p.A.
Banco Popolare Società Cooperativa
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Carichieti S.p.A.
Carifano S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio di Forlì S.p.A.
Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrale dei Bilanci
Centrobanca S.p.A.
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Eticredito Banca Etica Adriatica
Euro Commercial Bank S.p.A.
Farbanca S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Findomestic Banca S.p.A.
Interbanca S.p.A.
Intesa SanPaolo S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane

MCC S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Meliorbanca S.p.A.
Sedicibanca S.p.A.
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca
UBI Banca Private Investment S.p.A.
UBI Pramerica SGR S.p.A.
UGC Banca S.p.A.
Unibanca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Unipol Banca S.p.A.
Veneto Banca

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Banca Intesa a.d. Beograd
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg S.p.A.
Intesa Casse del Centro
Sofid S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO
www.assbb.it

- N. 200 «I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE»
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002
- N. 201 “L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI”
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002
- N. 202 “PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA”
V. Desario - aprile 2003
- N. 203 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO”
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003
- N. 204 “PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE”
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003
- N. 205 “I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI”
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003
- N. 206 “IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO”
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003
- N. 207 “ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE NEL CREDITO E NELLA FINANZA”
G. Vigorelli - F. Cesarini - Dionigi Card. Tettamanzi - novembre 2003
- N. 208 “STRUTTURA E OPERATIVITÀ DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO”
P. Abbadessa - F. Panetta - M. Sarcinelli - M. Onado - novembre 2003
- N. 209 “BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI”
T. Bianchi - aprile 2004
- N. 210 “LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA DEL RISPARMIATORE”
G. Alpa - giugno 2004
- N. 211 “L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE”
F. Cesarini - G. Gobbi - R. Lupi - luglio 2004
- N. 212 “EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI”
M. Anolli - B. Bianchi - M. Venturino - luglio 2004
- N. 213 “LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA”
G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004

- N. 214 **“I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE:
EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI”**
F. Panetta - C. Fioravanti - G. Auletta Armenise - P. Gualtieri - luglio 2004
- N. 215 **“ALZATEVI, ANDIAMO!”**
L. Ornaghi - S. E. Dionigi Tettamanzi - P. F. Casini - luglio 2004
- N. 216 **“DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA”**
G. Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi - dicembre 2004
- N. 217 **“ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI”**
G. Vigorelli - P. Giarda - M. T. Salvemini - dicembre 2004
- N. 218 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E
LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004”**
G. Morcaldo - S. Rossi - D. Delli Gatti - M. Arpe - luglio 2005
- N. 219 **“METODOLOGIE DI EROGAZIONE DEL CREDITO ALLE IMPRESE:
STATO DELL'ARTE E TENDENZE EVOLUTIVE”**
F. Galmarini - C. Venesio - luglio 2005
- N. 220 **“IL CONTROLLO DEI RISCHI: NUOVI STRUMENTI E NUOVE REGOLE”**
R. Locatelli - S. Laviola - D. Alfonsi - luglio 2005
- N. 221 **“BANCHE E FINANZA PER LA CRESCITA DELLE IMPRESE”**
M. Perini - E. Piol - luglio 2005
- N. 222 **“RECENTI SVILUPPI E PROSPETTIVE DI CRESCITA DEL MERCATO
DEI DERIVATI FINANZIARI”**
T. Bianchi - F. M. Frasca - M. Faroni - G. Gorno Tempini - luglio 2005
- N. 223 **“LE NUOVE NORME CONTABILI E GLI EFFETTI
SULLE BANCHE E SULLE IMPRESE”**
T. Bianchi - A. Giussani - luglio 2005
- N. 224 **“SUI CONFLITTI D'INTERESSE NELLE BANCHE, CON DIVAGAZIONE”**
M. Sarcinelli - dicembre 2005
- N. 225 **“CONCORRENZA E CONCENTRAZIONI NEL SISTEMA BANCARIO”**
M. Grillo - dicembre 2005
- N. 226 **“NUOVI SCENARI PER IL SISTEMA BANCARIO TRA CAMBIAMENTI
MACROECONOMICI E INNOVAZIONI NORMATIVE”**
V. Desario - marzo 2006
- N. 227 **“LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E IL RECUPERO
DI COMPETITIVITÀ DELL'ITALIA E DELL'EUROPA”**
G. Morcaldo - D. Delli Gatti - marzo 2006
- N. 228 **“IL QUADRO ECONOMICO DI RIFERIMENTO E
LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE”**
M. Morelli - F. Viola - maggio 2006
- N. 229 **“I RIFLESSI DELLA NUOVA DISCIPLINA
DI TUTELA DEL RISPARMIO
SUI RAPPORTI TRA BANCHE E CLIENTI”**
T. Bianchi - C. Pisanti - M. Sella - G. Forestieri - maggio 2006

- N. 230 **“I MERCATI BANCARI DELL'EUROPA ORIENTALE: OPPORTUNITÀ E RISCHI”**
C. Salvatori - giugno 2006
- N. 231 **“IL SISTEMA FINANZIARIO E I DIVARI ECONOMICI TERRITORIALI”**
G. Gobbi - C. Ciccolella - M. Jacobini - ottobre 2006
- N. 232 **“TENDENZE DELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA IN TEMPI DI GLOBALIZZAZIONE”**
P. Ranci - C. Mc Carthy - maggio 2007
- N. 233 **“L'IMPATTO DELLA DIRETTIVA MiFID SUI MERCATI”**
M. Anolli - G. Petrella - C. Faissola - G. Cammarano - maggio 2007
- N. 234 **“IL FEDERALISMO FISCALE IN ITALIA: FATTI E PROBLEMI”**
M. Bordignon - F. Ambrosiano - A. Zanardi - A. Staderini - maggio 2007
- N. 235 **“IL CONFLITTO DI INTERESSI NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO: DIAGNOSI E TERAPIE”**
G. Presti - M. Rescigno - maggio 2007
- N. 236 **“IL RUOLO DELLE AUTORITÀ NELLA REGOLAZIONE DELLA FINANZA”**
M. Onado - G. Calabrò - F. Saccomanni - maggio 2007
- N. 237 **“I CONFLITTI D'INTERESSE E I SERVIZI D'INVESTIMENTO”**
T. Bianchi - M. Bianco - M. Sarcinelli - maggio 2007 - luglio 2007
- N. 238 **“LA DIRETTIVA MiFID E GLI EFFETTI DEL SUO RECEPIMENTO”**
V. Conti - G. Sabatini - C. Comporti - maggio 2007 - settembre 2007
- N. 239 **“REGOLE E COMPORAMENTI: A CHE PUNTO SIAMO?”**
T. Bianchi - C. Faissola - F. Cerchiai - C. Comporti - P. Barucci - G. Carosio
marzo 2008
- N. 240 **“LA CONGIUNTURA MONETARIA INTERNAZIONALE E I CONDIZIONAMENTI DELLA CRISI DEI MUTUI AMERICANI”**
D. Delli Gatti - G. Verga - R. Hamai - aprile 2008
- N. 241 **“LA SITUAZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE PICCOLE MEDIE IMPRESE”**
G. Gobbi - A. Sanguinetto - P. Modiano - L. Filippa - maggio 2008

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it

Finito di stampare Maggio 2008