

VI Commissione Finanze

**Indagine conoscitiva
sui mercati degli strumenti finanziari**

Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia
Giovanni Carosio

Camera dei Deputati
4 maggio 2011

1. Il finanziamento delle imprese nella fase di ripresa dell'economia

Nel 2010 l'economia italiana è tornata a crescere, dell'1,3 per cento, dopo la forte contrazione del 2009 innescata dalla crisi finanziaria internazionale. Gli indicatori congiunturali più recenti delineano la prosecuzione di una ripresa ancora debole e incerta, alimentata soprattutto dalla domanda estera. L'ultimo sondaggio trimestrale condotto dalla Banca d'Italia in collaborazione con *Il Sole 24 Ore* ha registrato in marzo un cauto miglioramento dei giudizi delle imprese in merito alla situazione economica generale.

La modesta crescita dell'attività produttiva non ha consentito un miglioramento sostanziale delle condizioni finanziarie delle imprese, che restano deboli. Nel 2010 il margine operativo lordo è cresciuto del 3 per cento, registrando soltanto un parziale recupero rispetto alla caduta superiore al 10 per cento dell'anno precedente. Il livello storicamente basso dei tassi di interesse ha contenuto il peso degli oneri finanziari ma, nel complesso, si è ridotta la capacità delle imprese di far fronte con le risorse finanziarie generate internamente al fabbisogno per gli investimenti e il capitale circolante. Ne ha tratto impulso la domanda di credito.

Nel 2010 i prestiti delle banche alle imprese sono cresciuti dell'1 per cento, a fronte di una contrazione del 3 per cento registrata nel 2009. Nei primi mesi del 2011 la crescita è divenuta più sostenuta, portandosi al 3,3 per cento nei dodici mesi terminati a marzo. Le rilevazioni trimestrali condotte dalla Banca d'Italia presso i principali gruppi creditizi confermano che la crescita dei prestiti ha riflesso principalmente fattori di domanda.

Persistono elementi di fragilità nelle condizioni finanziarie delle imprese, che si riflettono in particolare nella difficoltà di ripagare i debiti contratti verso il sistema creditizio. Nel 2010 il volume dei prestiti iscritti a sofferenza è stato pari al 2,5 per cento dei finanziamenti in essere alle imprese; un valore analogo a quello registrato nel 2009, nel momento più acuto della crisi. Anche i prestiti a clienti in temporanea difficoltà, i cosiddetti incagli, non si riducono. Complessivamente, circa l'8 per cento dei prestiti alle imprese non in sofferenza presenta forme di irregolarità nei rimborsi, una quota quasi doppia rispetto a quella segnalata alla fine del 2008. Le imprese poco capitalizzate, con una elevata quota di debiti a breve termine hanno subito maggiormente gli effetti del calo dei volumi di attività, dell'allungamento dei tempi di pagamento nelle transazioni commerciali e delle difficoltà di accesso al credito.

Fino al 2008, bassi tassi di interesse e condizioni di accesso al credito particolarmente favorevoli avevano determinato le condizioni per una rapida crescita del debito. Tra il 2004 e il 2007 i prestiti concessi dalle banche sono cresciuti mediamente superiori al 10 per cento all'anno. La crescita dei mezzi patrimoniali è stata invece molto più contenuta. L'elevata quota del debito a breve termine ha comportato la necessità di rifinanziare un elevato ammontare di prestiti durante la crisi. Il ricorso al mercato obbligazionario è limitato a pochi grandi gruppi industriali che, a partire dal 2009, sono effettivamente riusciti a sfruttare la diversificazione delle proprie fonti di finanziamento riducendo l'indebitamento bancario a fronte di ingenti emissioni di titoli.

Un'azione di riequilibrio dei bilanci delle imprese appare una condizione necessaria per consolidare la crescita nel medio termine. Le risorse necessarie per finanziare gli investimenti dovranno provenire in misura più ampia rispetto al passato nella forma di mezzi patrimoniali. Il capitale azionario è inoltre più adatto rispetto all'indebitamento a finanziare l'innovazione, che è fondamentale per sostenere produttività e crescita delle imprese. Il capitale di debito dovrebbe avere scadenze più lunghe ed essere meno concentrato verso il sistema bancario. La questione del limitato sviluppo del mercato degli strumenti finanziari, al centro della presente Indagine conoscitiva, si ripropone pertanto in termini ancor più cogenti rispetto al passato.

2. La struttura finanziaria delle imprese italiane

Alla fine del 2010 la capitalizzazione di borsa delle imprese non finanziarie in Italia era pari al 19 per cento del prodotto interno lordo, a fronte del 38 per cento in Germania, del 59 in Francia e del 95 per cento nel Regno Unito. Il numero di imprese italiane quotate, includendo il settore finanziario, è pari a 291; un decennio fa erano 276.

Il ricorso molto circoscritto al mercato dei capitali si riflette nella dipendenza dal credito quale fonte quasi esclusiva di finanza esterna delle imprese italiane, la cui struttura finanziaria si caratterizza anche per livelli di indebitamento e quota di passività a breve termine relativamente elevati nel confronto internazionale.

La dipendenza dal credito bancario delle imprese italiane risulta particolarmente evidente nel confronto con i paesi anglosassoni, dove i mercati finanziari sono storicamente più

sviluppati. Nel 2010 la quota del finanziamento bancario sul totale dei debiti finanziari era pari per le imprese italiane al 67 per cento, mentre la quota del debito finanziario a breve era il 37 per cento. Nel Regno Unito questi valori erano pari, rispettivamente, al 27 e al 43; negli Stati Uniti al 33 e al 26. Di contro il peso delle obbligazioni sui debiti finanziari delle imprese italiane risulta estremamente contenuto (l'8 per cento contro il 24 del Regno Unito e il 44 degli Stati Uniti). Le differenze, sebbene meno marcate, si ripropongono anche nel confronto con le principali economie dell'Europa continentale.

L'incidenza della raccolta obbligazionaria è in stretta relazione con la presenza di società quotate. Le ampie differenze che si riscontrano nelle emissioni di obbligazioni tra l'Italia e gli altri principali paesi, infatti, si riducono notevolmente quando si considerano le sole imprese quotate. Per queste ultime il rapporto tra obbligazioni e debiti finanziari è pari a circa il 40 per cento in Italia e Germania e a circa il 45 per cento in Francia, Paesi Bassi e Regno Unito.

A livello aggregato, il grado di indebitamento delle imprese italiane, misurato dal leverage, risulta superiore, oltre che a quello dei paesi anglosassoni, anche a quello medio dell'area dell'euro. Differenze più marcate emergono dal confronto dei bilanci delle singole imprese: le aziende italiane risultano mediamente più indebitate di quelle che negli altri principali paesi operano negli stessi settori di attività e hanno dimensioni comparabili.

Le caratteristiche della struttura finanziaria risultano correlate in primo luogo con la dimensione delle imprese. In particolare, il livello di indebitamento e la dipendenza dal credito bancario a breve termine è maggiore per le imprese di minori dimensioni. L'elevata quota del credito bancario riflette le esigenze di un tessuto produttivo costituito prevalentemente da imprese di dimensioni molto contenute. In Italia, le micro e le piccole imprese (con meno di 50 addetti) assorbono circa il 70 per cento dell'occupazione delle imprese non finanziarie, contro il 50 per cento dell'Europa e meno del 40 per cento del Regno Unito. Per queste categorie di imprese i costi di accesso ai mercati dei capitali sono molto elevati ovunque e soltanto nei paesi anglosassoni le quotazioni raggiungono numeri significativi.

La dimensione delle imprese non esaurisce, tuttavia, le cause del limitato sviluppo del mercato degli strumenti finanziari. In Italia anche tra le imprese di medie dimensioni il

numero di quelle quotate è generalmente inferiore a quello degli altri principali paesi. Ad esempio, secondo le statistiche diffuse da Eurostat, il numero di imprese classificate tra quelle di media dimensione in Francia supera del 20 per cento quello dell'Italia, ma il numero di medie imprese quotate in Francia è pari a 5 volte quello osservato in Italia. Le differenze sono ancora più ampie se il confronto viene esteso al Regno Unito. Permangono significative anche nel caso di altri paesi dell'Europa continentale, come ad esempio la Germania.

La scarsa propensione delle imprese italiane alla quotazione è stata oggetto di numerose e articolate analisi, che hanno identificato un ampio insieme di fattori causali, che possono essere raggruppati, seppure in modo approssimativo, in tre aree.

La prima area riguarda motivazioni di tipo storico, culturale e di conformazione degli assetti proprietari delle imprese, quali il ruolo del capitalismo familiare e la chiusura dei gruppi che esercitano il controllo rispetto agli investitori esterni. In Italia, tra le imprese familiari, diffuse anche in molti altri paesi, la percentuale di quelle con un management interamente costituito dai membri della famiglia proprietaria è molto più alta. Si tratta di fattori sui quali non è facile incidere.

La seconda area riguarda i costi diretti e indiretti di accesso ai mercati dei capitali. Tra i costi diretti figurano quelli che le imprese devono sostenere per la quotazione e per il mantenimento dell'iscrizione al listino e le commissioni richieste dagli intermediari che offrono i servizi necessari alla quotazione; nei mercati regolamentati le commissioni dovute alle autorità di vigilanza e i costi di compliance con la normativa. La complessa articolazione di questi oneri rende particolarmente difficili i confronti tra paesi. Sulla base dell'evidenza e delle analisi disponibili, già discusse in dettaglio nel corso di questa Indagine, vi sono sì differenze nelle singole voci di costo tra i diversi paesi, ma nel complesso non emerge una situazione di particolare svantaggio per le imprese italiane che intendono quotarsi.

Tra i costi indiretti vi sono quelli legati alla trasparenza. La disponibilità di informazioni dettagliate, comparabili e credibili è un requisito essenziale per gli investitori. La produzione e la diffusione delle informazioni può essere particolarmente onerosa per le imprese più piccole e per quelle nelle fasi iniziali del ciclo di crescita. Per questa ragione sono stati istituiti segmenti di mercato con oneri informativi più limitati. Nel 2007 è stato istituito il "mercato alternativo del capitale" (MAC), presso il quale sono quotate 10 società. Nel

dicembre 2008 ha preso avvio l'AIM-Italia, istituito sul modello dell'Alternative Investment Market inglese sul quale sono quotate 11 società. Il numero ancora contenuto di quotazioni nei listini del MAC e dell'AIM-Italia riflette le difficoltà tipiche che questa tipologia di mercati incontra nelle fasi iniziali accentuate dalla sfavorevole congiuntura reale e finanziaria del periodo.

Il terzo insieme di fattori che limitano la crescita dei mercati dei capitali in Italia è la scarsa appetibilità delle nostre imprese per gli investitori. La quotazione in borsa presenta vantaggi in termini di costo della raccolta soprattutto per quelle imprese che offrono agli investitori prospettive di rendimenti elevati e profili di rischio contenuti. L'accesso al mercato dei capitali è spesso il punto di arrivo di un processo di crescita e consolidamento della struttura finanziaria. Analisi comparate condotte su dati di bilancio mostrano che le imprese italiane, soprattutto di medie e grandi dimensioni, hanno una redditività operativa mediamente inferiore a quella degli altri paesi; in presenza di un debito più elevato, il peso degli oneri finanziari contribuisce a ridurre considerevolmente anche la redditività netta. Ciò circoscrive il bacino di imprese per le quali può risultare conveniente la quotazione.

Tra i potenziali investitori vi sono gli intermediari specializzati nell'investimento in capitale di rischio (private equity). L'evidenza empirica disponibile a livello internazionale indica che essi possono svolgere un ruolo importante per favorire la nascita, la crescita e la patrimonializzazione delle imprese, soprattutto attraverso le operazioni di *early stage* e di *expansion*.

In Italia il comparto del private equity si è sviluppato nel passato decennio a ritmi molto sostenuti. Tra il 2000 e il 2010 il numero degli operatori presenti sul mercato italiano censiti dall'Associazione Italiana del Private Equity (AIFI) è passato da 84 a 188; nello stesso periodo l'attivo dei fondi di private equity gestiti dalle SGR è cresciuto da 580 milioni di euro a 5,8 miliardi.

L'espansione maggiore si è avuta, tuttavia, nel segmento delle operazioni di *leverage buyout*, favorite anche dal livello dei tassi di interesse, basso nel confronto storico. Tali operazioni si caratterizzano per un forte uso della leva finanziaria e riguardano principalmente aziende mature, spesso in difficoltà. I segmenti di mercato che si concentrano sugli investimenti in imprese giovani e innovative hanno invece segnato il passo, restando relativamente poco

sviluppati nel confronto internazionale. Nel quinquennio 2005-2009, gli investimenti in operazioni di *early stage* sono stati, in rapporto al PIL, circa un sesto della media europea e un decimo di quelli effettuati negli Stati Uniti. Un ritardo del nostro paese si rileva anche nel segmento delle operazioni di *expansion* finalizzate alla crescita dimensionale di imprese che già operano sul mercato: nel quinquennio 2005-09, sempre in rapporto al PIL, tali investimenti sono risultati pari a circa due terzi della media europea e a circa la metà di quelli effettuati negli Stati Uniti.

Negli anni più recenti una frazione significativa delle imprese italiane che si sono quotate sono state in precedenza finanziate da una società di private equity. Per accrescere il contributo di questi intermediari allo sviluppo del mercato dei capitali è necessario che i comparti di *early stage* e di *expansion* raggiungano dimensioni confrontabili con la media europea.

3. I portafogli delle famiglie e gli investitori istituzionali

Lo sviluppo dei mercati finanziari riveste un ruolo importante per consentire ai risparmiatori di investire in modo efficiente i propri portafogli. La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane nel 2010 ha raggiunto un valore pari a 3,4 volte il reddito disponibile. Si tratta di un ammontare di risorse elevato, che costituisce un importante fattore di stabilizzazione della nostra economia. Durante la crisi finanziaria, l'indebitamento contenuto e la solidità dei bilanci delle famiglie hanno rappresentato un argine alla propagazione delle tensioni provenienti dai mercati internazionali.

Nel confronto internazionale, i portafogli delle famiglie italiane si caratterizzano per il peso molto limitato degli strumenti emessi dagli investitori istituzionali. In Italia la quota degli investimenti in quote di fondi comuni, strumenti assicurativi e fondi pensione è pari al 24 per cento, a fronte del 47 in Francia, 46 in Germania e 57 nel Regno Unito.

Gli investitori istituzionali rappresentano il veicolo principale attraverso il quale le famiglie accedono ai mercati finanziari. L'investimento in strumenti di mercato nel lungo periodo offre rendimenti superiori a quelli dei depositi e di altre attività liquide, ma comporta rischi la cui gestione ottimale richiede capacità di diversificazione e competenze professionali non disponibili per la grande maggioranza dei risparmiatori.

Il volume contenuto delle risorse amministrato dagli investitori istituzionali in Italia è il risultato della combinazione della drastica riduzione delle attività dei fondi comuni nell'ultimo decennio e del ritardo nello sviluppo della previdenza complementare.

Dall'inizio dello scorso decennio le famiglie italiane sono tornate a orientare i propri investimenti verso attività tradizionali, quali prodotti bancari e postali, a svantaggio soprattutto dei fondi comuni e delle azioni quotate. Tale ricomposizione del portafoglio si è accentuata durante la crisi finanziaria. Tra il 2000 e il 2010 la quota di ricchezza finanziaria investita in quote di fondi comuni è scesa dal 16 al 6 per cento; quella in azioni quotate dal 9 al 3 per cento. Di contro, l'incidenza degli investimenti in strumenti bancari e postali è salita dal 27 al 37 per cento. Dall'Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia risulta che tra il 2000 e il 2008 la percentuale di famiglie che detiene fondi comuni si è ridotta dal 12 all'8 per cento, mentre la quota di famiglie che possiede depositi bancari e postali è rimasta stabilmente superiore all'80 per cento.

Al declino dell'industria dei fondi comuni hanno concorso una pluralità di fattori, i principali dei quali sono stati identificati in una regolamentazione in materia di trasparenza più stringente rispetto ad altri prodotti finanziari, in svantaggi di natura fiscale e nella struttura delle reti distributive.

Negli ultimi due anni sono stati adottati diversi provvedimenti indirizzati a rimuovere questi ostacoli. Le asimmetrie regolamentari in materia di trasparenza tra i fondi comuni e altri prodotti finanziari, quali le obbligazioni strutturate e le polizze vita, sono state sostanzialmente eliminate dalla Consob nel 2009. Nell'ambito della normativa di recepimento della direttiva MiFID sono state stabilite le linee di condotta che gli intermediari devono seguire nel collocamento di prodotti con un basso grado di liquidità al fine di fornire al cliente informazioni corrette sul valore di acquisto e di vendita del prodotto distribuito e sui costi sopportati dal sottoscrittore. Gli svantaggi di natura fiscale sono stati in parte eliminati da un recente intervento normativo che ha allineato, a partire dal prossimo luglio, il regime di tassazione dei fondi comuni italiani a quello dei fondi esteri. I problemi legati alle reti distributive sono riconducibili al ruolo preponderante degli intermediari finanziari, in particolar modo le banche, nella distribuzione dei prodotti collocati dalle società controllate. La Banca d'Italia ha emanato disposizioni di vigilanza sulla modalità di esercizio dei poteri di direzione e coordinamento della capogruppo nei confronti delle società di gestione del risparmio appartenenti a gruppi bancari. Le disposizioni mirano a valorizzare l'indipendenza

delle società di gestione all'interno dei gruppi e contengono previsioni in materia di: risorse finanziarie che devono essere assicurate alle SGR; criteri di remunerazione delle reti; collocazione organizzativa delle SGR nel gruppo; adozione delle migliori prassi di governo societario. L'efficacia di questi provvedimenti potrà essere valutata pienamente soltanto quando sarà possibile isolare gli effetti della crisi finanziaria sui mercati e sui comportamenti dei risparmiatori.

L'industria dei fondi comuni ha anche risentito della disaffezione dei risparmiatori verso l'investimento in valori mobiliari seguita alle perdite registrate all'inizio del decennio. Analisi sulle scelte di portafoglio delle famiglie hanno messo in evidenza come variazioni del valore della ricchezza finanziaria inducano a rivedere al ribasso la propensione a investire in attività rischiose indipendentemente dalle aspettative sui rendimenti e dalla volatilità delle diverse attività finanziarie. Anche per questa ragione nell'attività di gestione del risparmio è necessario un elevato livello di assistenza ai clienti. Un contributo in questa direzione è stato fornito dall'applicazione della Direttiva MiFID.

Anche il comparto dei fondi pensione ha un grado di sviluppo relativamente limitato nel confronto internazionale. Dal suo avvio il numero degli iscritti alla previdenza complementare è fortemente cresciuto, anche per effetto della riforma del 2007 sulle contribuzioni per il TFR. Ciò nonostante, solo una minoranza dei lavoratori italiani è iscritta a un fondo pensione e le attività in gestione restano limitate. Alla fine del 2010, il tasso di adesione tra i lavoratori era pari a circa il 22 per cento; le risorse gestite dalle varie forme pensionistiche complementari rappresentavano circa il 4,4 per cento del PIL. I fondi pensione costituiscono una quota poco superiore all'1 per cento delle attività finanziarie delle famiglie, contro il 13 per cento in Germania e il 27 per cento negli Stati Uniti.

I bassi tassi di adesione sono in parte ascrivibili alle difficoltà dei lavoratori con minor reddito ad accrescere il proprio risparmio, in parte alla scarsa conoscenza delle regole previdenziali. Dal lato dell'offerta, vi contribuiscono oneri di gestione ancora elevati e il graduale adeguamento della governance alle *best practices* internazionali. Il contenuto volume di risorse amministrato previene lo sfruttamento di economie di scala nella gestione; contribuisce all'adozione di strategie di investimento che sono assai prudenti: la quota di azioni e obbligazioni corporate nel portafoglio di questi investitori è in genere relativamente limitata.

4. Le prospettive

Il modesto sviluppo del mercato degli strumenti finanziari è un problema di lungo termine dell'economia italiana. Il Parlamento, i responsabili della politica economica, le Autorità di vigilanza vi hanno dedicato grande attenzione nel corso degli anni. Numerosi e rilevanti sono stati gli interventi volti a rimuovere ostacoli di natura normativa e regolamentare all'investimento in capitale di rischio, all'attività degli investitori istituzionali, allo sviluppo di intermediari specializzati.

Diversi tra i provvedimenti adottati hanno contribuito ad ammodernare in misura significativa il nostro sistema finanziario. Ad esempio, il quadro istituzionale della *corporate governance* delle società quotate italiane appare sostanzialmente allineato alle migliori prassi internazionali sia sotto il profilo legislativo sia nelle forme di autoregolamentazione. Tale risultato è il frutto di un'intensa stagione di riforme avviata dal Testo Unico della Finanza (1998), proseguita con la legge sulla tutela del risparmio (2005), con il recepimento di importanti direttive comunitarie e l'adozione del Codice di autoregolamentazione.

Altre misure hanno innescato processi di cambiamento i cui risultati si sono manifestati in misura ridotta, come nel caso della previdenza complementare. Un insieme di innovazioni regolamentari e nella struttura dell'industria finanziaria è stato attuato immediatamente prima o durante la crisi finanziaria e risulta difficile verificarne gli effetti.

L'obiettivo di riequilibrare la struttura del nostro sistema finanziario, favorendo la crescita di un robusto mercato dei capitali rimane una priorità alla quale è necessario continuare a indirizzare energie riformatrici.

Vi è un'ampia sovrapposizione tra le politiche volte ad innalzare il sentiero di crescita dell'economia italiana e quelle che favoriscono lo sviluppo del mercato dei capitali. In particolare, la frammentazione del sistema produttivo rappresenta un vincolo al conseguimento di più elevati livelli di produttività. Come ha ricordato il Governatore Draghi in un suo recente intervento "in passato, quando l'innovazione era prevalentemente di processo, la piccola dimensione d'impresa poteva dare flessibilità al sistema produttivo, meglio se attraverso un'aggregazione in distretti. Oggi l'innovazione riguarda principalmente

i prodotti e la loro diversificazione: per le imprese più piccole si rivela sempre più difficile sfruttare le economie di scala e competere con successo nel mercato globale”.

L'attività di ricerca e sviluppo, cruciale per l'innovazione, è nel nostro paese molto più bassa che in Europa: essa rappresenta l'1,2 per cento del Pil rispetto al 2 per cento della UE. La quota di imprese che intraprendono un'attività di ricerca e sviluppo è fortemente crescente con la loro dimensione. La dimensione rappresenta anche un fattore determinante per rendere conveniente la diversificazione delle fonti di finanziamento. Misure volte a favorire la crescita delle imprese aumentano anche il bacino delle società potenzialmente in grado di ricorrere al mercato dei capitali.

La crescita dimensionale delle imprese, la capacità di intraprendere e sostenere processi di innovazione richiedono alle imprese di accrescere il peso dei mezzi patrimoniali tra le fonti di finanziamento.

La leva fiscale è uno strumento che può essere ulteriormente utilizzato per incentivare al tempo stesso sia la crescita dimensionale sia un maggior utilizzo del capitale di rischio rispetto al debito. Le regole fiscali in Italia non prevedono soglie dimensionali oltre le quali la tassazione delle imprese diventa più onerosa. Tuttavia, nella percezione degli imprenditori, come risulta in indagini specifiche, la fiscalità rappresenta uno tra gli ostacoli alla crescita dimensionale.

Attualmente, a seguito della riforma entrata in vigore nel 2008, l'aliquota legale (inclusiva dell'IRAP) dell'imposta sulle imprese si colloca in Italia su un livello di poco superiore a quello medio dei principali paesi europei; è più basso che in Francia, ma più elevato che in Germania, Spagna e Regno Unito. Una ulteriore riduzione del prelievo sulle imprese potrebbe essere ottenuta con meccanismi che riducano il carico fiscale sulla sola parte di profitti destinati a incrementi patrimoniali; è una via che potrebbe essere perseguita non appena ci saranno risorse pubbliche sufficienti, ottenute anche potenziando il contrasto all'evasione fiscale

Un secondo canale per aiutare la crescita e il rafforzamento patrimoniale delle imprese e, in prospettiva, per la loro quotazione è l'industria del private equity. In diversi paesi il settore pubblico ha svolto un ruolo di rilievo nel favorire lo sviluppo degli intermediari che investono nel capitale delle imprese, in particolare quelli di venture capital, agendo quale

catalizzatore per la crescita del mercato, in presenza di rilevanti economie di scala ed esternalità positive. L'esperienza internazionale indica che il successo dell'intervento pubblico non è automatico, ma scaturisce da un insieme di regole e prassi virtuose. Gli incentivi devono essere correttamente allineati sia nella fase di selezione, sia in quella di gestione degli investimenti. Devono essere previsti adeguati meccanismi di valutazione ex-ante degli investitori. Le iniziative devono avere un orizzonte lungo (almeno un decennio) e devono avere fonti di finanziamento certe, slegate dal ciclo politico. Nel valutare l'esito dell'intervento pubblico occorre tenere conto della specificità del mercato del venture capital, in cui la gran parte degli investimenti non vanno a buon fine, ma sono più che compensati da poche operazioni ad altissimo rendimento.

Negli anni passati sono stati avviati diversi programmi nazionali volti alla creazione di fondi per fornire mezzi patrimoniali alle imprese, alcuni di questi con le caratteristiche del venture capital. Altri sono stati avviati a livello regionale. L'evidenza disponibile sull'utilizzo dei fondi non è univoca, una valutazione dei risultati appare prematura. Alcuni programmi sono stati dismessi, altri non sono pienamente operativi. Alla luce delle forti economie di scala che caratterizzano il settore è opportuno valutare l'opportunità di una razionalizzazione degli interventi e di una maggiore concentrazione delle risorse.

Nel 2010 è stato costituito il Fondo Italiano di Investimento, finalizzato a favorire il rafforzamento patrimoniale e i processi di aggregazione tra le piccole e medie imprese italiane. Le strategie di *asset allocation* contemplano un ampio ventaglio di modalità di intervento: investimenti diretti di minoranza nel capitale, ricorso a strumenti flessibili, quali finanziamenti subordinati convertibili o convertendi e prestiti partecipativi; investimenti indiretti come 'fondo di fondi'. I primi investimenti sono stati realizzati nei mesi scorsi. Rispetto a iniziative in questo campo avviate in passato, il Fondo Italiano di Investimento si distingue principalmente per l'entità delle risorse impegnate: la dotazione iniziale è di 1,2 miliardi di euro. Potrà dare un contributo rilevante allo sviluppo delle competenze professionali, altamente specializzate, necessarie al riempimento dei diversi segmenti della filiera che compongono il settore. Il successo dell'iniziativa dipenderà dalla sua capacità di far da traino allo sviluppo dell'intera industria del private equity in Italia, agendo in modo complementare e non in sostituzione degli altri operatori privati. E' auspicabile che la quotazione in Borsa risulti la modalità prevalente di rientro degli investimenti.

L'investimento in valori mobiliari attraverso il canale degli investitori istituzionali deve tornare a essere uno strumento di valorizzazione della ricchezza delle famiglie. E' necessario

rafforzare il comparto della previdenza complementare e continuare ad operare per rilanciare l'offerta di servizi di gestione del risparmio. Occorre anche ristabilire la fiducia dei risparmiatori nelle opportunità che derivano da una più equilibrata composizione dei portafogli. Il grado di fiducia dipende in primo luogo dall'ampiezza e dall'efficacia delle norme a tutela degli investitori. Il recepimento della MIFID e gli interventi degli ultimi anni hanno rappresentato passi importanti in questa direzione.

Un altro aspetto non meno importante è la conoscenza degli strumenti finanziari. Le indagini condotte su questo argomento hanno rilevato livelli di alfabetizzazione finanziaria mediamente più bassi nel confronto internazionale. Un recente studio condotto in Banca d'Italia ha mostrato come la conoscenza delle regole della previdenza complementare risulti molto limitata e sia inferiore tra i lavoratori più giovani, quelli con minore reddito e quelli con un più basso grado di istruzione. La scarsa conoscenza delle regole e, in particolare, degli incentivi previsti dalla normativa sulla previdenza complementare è verosimilmente uno dei fattori alla base dei bassi tassi di adesione.

In Italia, al pari che negli altri principali paesi, sono state intraprese numerose iniziative per accrescere il grado di cultura finanziaria. La Banca d'Italia contribuisce a queste attività promuovendo e partecipando a iniziative di formazione e di informazione. E' auspicabile ampliare, intensificare gli interventi in questa area, valutando l'adeguatezza delle risorse finora ad essi destinati.

5. Conclusioni

La dimensione contenuta del mercato dei capitali nel nostro paese è un problema di lunga durata, non risolto dalle profonde trasformazioni che hanno interessato il sistema finanziario nell'arco degli ultimi due decenni. Esso ha ripercussioni negative sulle imprese, sulle famiglie e sullo sviluppo stesso del sistema finanziario. Riguardo alle imprese, la presenza di più canali di finanziamento favorisce il conseguimento di strutture finanziarie più equilibrate nella composizione di capitale di debito e capitale di rischio. Per le famiglie, la presenza di una pluralità di strumenti finanziari consente di investire in modo più efficiente la propria ricchezza. Per il sistema finanziario, lo sviluppo limitato del mercato dei capitali si accompagna al peso altrettanto limitato degli investitori istituzionali.

Un sistema bancario solido e diversificato, in grado di adattare la propria offerta alle esigenze di imprese e famiglie è un punto di forza del nostro sistema economico, come testimoniano le vicende della recente crisi finanziaria. Non è però sufficiente per accompagnare l'economia

italiana su un sentiero di crescita stabilmente più elevato di quello degli anni passati. Di qui la necessità di continuare a operare per l'ampliamento e l'irrobustimento del mercato dei capitali.

Molto è stato fatto per rimuovere o attenuare gli ostacoli che si frappongono a un più ampio accesso delle imprese al mercato dei capitali e alla crescita dei servizi di gestione del risparmio. Nella valutazione dei risultati occorre tenere conto dei tempi necessari affinché le misure producano risultati e delle circostanze sfavorevoli determinate dalla crisi economica. Occorre proseguire nell'impegno, individuare le priorità, e sottoporre gli interventi pubblici a un esame stringente della loro efficacia.