

## *Flussi di finanziamento alle imprese. Offerta insufficiente o scarsa domanda?*

di Federico Galizia\*

*Sia l'analisi di lungo periodo, sia quella del quadro ciclico più recente, rivelano che tre quarti degli investimenti delle imprese europee sono autofinanziati: solo un quarto di tali investimenti è alimentato da fonti di capitale esterne alle imprese, quasi esclusivamente credito bancario. Ciò è solitamente interpretato come un segnale dell'insufficiente sviluppo dei mercati finanziari in Europa. Una chiave di lettura alternativa è che non sia l'offerta di finanziamenti a mancare, bensì la domanda da parte delle imprese europee e che quest'assenza si spieghi in termini di limitata volontà a investire. Altrove, è proprio la presenza di flussi d'investimento più elevati a favorire naturalmente la crescita dell'offerta sui mercati finanziari. L'implicazione di politica economica è che sia necessario tenere conto di entrambe le possibilità e quindi perseguire congiuntamente lo stimolo all'investimento e allo sviluppo dei mercati finanziari.*

### *Introduzione*

È opinione diffusa che gli anni Novanta abbiano visto la nascita di un nuovo modello di finanza d'impresa, caratterizzato sia dallo sviluppo di nuovi strumenti, in particolare Ven-

\* Il presente saggio riflette le opinioni dell'autore e non necessariamente quelle della BEI. Per ulteriori approfondimenti, fonti dei dati utilizzati e una bibliografia completa si rimanda ai quaderni di F. Galizia *et alii*, pubblicati nel 2001 e disponibili sul sito della Banca Europea degli Investimenti: <http://www.eib.org/efs/reports.htm>).

*ture Capital e asset backed securities*, sia dalla comparsa di nuovi prodotti per la gestione del rischio, quali per esempio i derivati creditizi. L'analisi dei flussi di cassa delle imprese europee nell'ultimo trentennio, tuttavia, suggerisce una valutazione più prudente. Oggi, così come negli anni Settanta, tre quarti degli investimenti sono finanziati "internamente" – ovvero attraverso utili non distribuiti – e i fondi "esterni", contribuendo per il rimanente quarto, sono in larga parte strumenti tradizionali di credito bancario. Quest'osservazione, tutt'altro che pacifica<sup>1</sup>, costituisce solo il punto di partenza per l'analisi qui intrapresa, in quanto il fenomeno potrebbe sia indicare uno scarso sviluppo dei mercati finanziari in Europa, sia essere la conseguenza meccanica di un livello d'investimenti insufficiente. Riconoscendo che entrambe le interpretazioni sono valide, la proposta che qui si avanza per il semestre di presidenza italiana è di promuovere una politica d'intervento su due fronti, certamente quello dei mercati finanziari, ma innanzitutto sulle componenti politiche, istituzionali, legislative, territoriali ed economiche, che devono creare un clima più favorevole all'investimento. Tale politica sfrutterebbe il circolo virtuoso che si crea tra la domanda di finanziamenti – motivata dalla volontà di investire e produrre – e le fonti di finanziamento, che rispondono a tale volontà, a mutuo vantaggio delle imprese e dei loro finanziatori.

### *Trent'anni di finanza d'impresa in Europa. Una fotografia*

La misura chiave del fabbisogno finanziario delle imprese è data dal confronto fra il volume degli investimenti e il totale dei profitti nel periodo di riferimento. Per esempio, nel 2000, a fronte d'investimenti pari a circa il 12% del prodotto interno lordo (PIL), i profitti delle imprese europee sono stati del 9%. Ne risulta un deficit finanziario pari al 3% del PIL. Ora, mentre questa misura è assai volatile, sia nel tempo che nei confron-

<sup>1</sup> Cfr. *supra*: "La competitività del mercato europeo dell'energia", cap. II, pp. 53 ss.

ti internazionali, il rapporto di tre quarti (9% diviso 12%) è relativamente stabile e rappresentativo della media europea degli ultimi trent'anni.

### *Tre quarti degli investimenti delle imprese sono autofinanziati*

Trent'anni sono molti e le statistiche sulle fonti di finanziamento e gli impieghi delle imprese in Europa coprono paesi e periodi diversi in modo non uniforme. La conclusione che tre quarti degli investimenti sono autofinanziati è riferita ad un aggregato di paesi e ad una media di lungo periodo. Questi i dati in sintesi: a un estremo, le imprese in Spagna e nel Regno Unito hanno quasi interamente autofinanziato i propri investimenti. All'estremo opposto, le imprese italiane hanno fatto ricorso al debito, per quasi la metà dei propri investimenti. Quelle francesi e tedesche sono entrambe vicine alla media dei tre quarti. Nel tempo, a partire dai primi anni Settanta e fino oltre la metà degli anni Novanta, la dinamica dei principali paesi europei ha visto una progressiva diminuzione degli investimenti (in Francia, Italia e Regno Unito dal 10-11% all'8-9% del PIL) a fronte di profitti stabili o in ascesa. Tale dinamica ha, di fatto, azzerato il *deficit* finanziario delle imprese in Francia e nel Regno Unito, mentre lo ha dimezzato in Italia. In Germania, la stabilità intorno alla media è stata in larga parte determinata dal *boom* degli investimenti successivo all'unificazione. Come si vedrà più in là, la tendenza si è invertita al volgere del millennio, riportando questi paesi verso la media di lungo periodo.

### *Il credito bancario è la principale fonte esterna di finanziamento per le imprese*

Se si eccettuano le grandi privatizzazioni e i momenti di piccolo borsistico, l'emissione azionaria ha svolto un ruolo del tutto marginale nel finanziamento delle imprese europee. Anche in periodi più recenti – in cui gli aumenti di capitale sono stati particolarmente numerosi – il settore delle imprese nella propria to-

talità ha comprato più azioni di quante abbia emesso (come prodotto di fusioni e acquisizioni, *stock options* ecc.). In ogni caso, l'emissione azionaria è appannaggio delle imprese di dimensioni maggiori. Così pure sono le emissioni obbligazionarie e anche qui, se si eccettuano periodi recenti e settori "caldi" come le telecomunicazioni, le emissioni sono infrequenti.

Una fonte di finanziamento importante è il credito commerciale. Preso singolarmente, il passivo di una tipica impresa europea è costituito per una parte significativa da crediti commerciali, con percentuali più elevate (fino ad un quarto del totale di bilancio) per le piccole e medie imprese. Ciò che è vero singolarmente, tuttavia, non lo è per il settore nel complesso, in quanto un debito per un'azienda è un credito per un'altra, specie se si considera l'aggregato delle imprese non finanziarie a livello europeo (escludendo quindi il settore finanziario e quello pubblico). Non solo, imprese grandi e piccole sono spesso creditori commerciali netti verso i consumatori (case automobilistiche, grandi catene di distribuzione al dettaglio) o verso il settore pubblico (imprese di costruzione).

Rimane quindi il credito bancario, che i dati rivelano corrispondere approssimativamente a un quarto del valore degli investimenti.

### *Il ruolo del credito è comunque limitato*

Uno sguardo ai bilanci rivela che il credito bancario ammonta fino al 20%-30% del totale. La logica inferenza che il *deficit* finanziario delle imprese è coperto interamente dal settore bancario, è tuttavia indebolita da tre fattori importanti: innanzi tutto, almeno metà di tale credito è a breve termine ed è controbilanciato dalla presenza significativa di cassa nell'attivo di bilancio; secondariamente, come detto sopra, le imprese sono creditrici nette verso i consumatori e il settore pubblico. Tali posizioni creditorie vanno a loro volta finanziate; infine, le imprese si finanziano direttamente presso i propri dipendenti (si pensi al fondo TFR in Italia o alle passività pensionistiche, registrate a bilancio in Germania). Ne risulta che il ruolo del credito

bancario – anche quello a medio-lungo termine – nel finanziare gli investimenti non può che essere limitato.

La conclusione principale di questa fotografia della finanza d'impresa, ossia che gli investimenti sono basati soprattutto sulla capacità delle imprese d'autofinanziarsi, appare quindi sostenibile. Resta però una doppia interpretazione possibile, sia che l'osservazione provenga da una scarsa disponibilità di fonti di finanziamento esterno, sia che le imprese non generino sufficiente domanda di finanziamenti, in quanto la volontà di investire sia scarsa.

### *Offerta insufficiente o domanda scarsa?*

La prospettiva storica dovrebbe illuminare gli avvenimenti recenti, in particolare gli anni del *boom* a cavallo del millennio e la crisi attuale. Si è già accennato al fatto che gli investimenti – in percentuale del PIL – sono progressivamente diminuiti dai primi anni Settanta fino alla prima metà degli anni Novanta, mentre gli sforzi di razionalizzazione hanno mantenuto i profitti stabili o in leggera ascesa. In alcuni paesi – la Francia in particolare – ciò ha consentito un rafforzamento della base patrimoniale delle imprese; in Italia ne ha garantito la stabilità. La tendenza si è tuttavia invertita nella seconda metà degli anni Novanta e in particolare a cavallo del millennio, purtroppo con conseguenze negative sulla congiuntura attuale.

### *I “ruggenti” anni Novanta sono stati caratterizzati da una robusta domanda di fondi*

Nel 2000 gli investimenti erano ritornati a livelli rimarchevoli (12% del PIL come già riportato). In presenza di profitti stabili, si è determinato un allargamento del *deficit* finanziario, riflesso in notevoli volumi di emissione sui mercati del credito bancario e obbligazionario e sul mercato azionario. L'analisi dei dati, armonizzati e più dettagliati per questo periodo (una conseguenza positiva dell'adozione della moneta unica), rivela che a fronte di un *deficit* finanziario del 3% del PIL al volgere del millennio, le imprese sono ricorse a volumi di finanziamento esterno almeno tre o quattro volte superiori. In altre parole, il

valore totale delle emissioni azionarie, obbligazionarie e il nuovo credito bancario, ha quasi raggiunto l'ammontare totale degli investimenti delle imprese. Tenuto conto dell'autofinanziamento disponibile, le imprese hanno quindi avuto a disposizione fondi pari da una volta e mezza a una volta e tre quarti gli investimenti effettuati. Al di là di eventi particolari, quali il pagamento delle licenze UMTS, quest'abbondanza di fondi è stata utilizzata per fusioni e acquisizioni al di fuori dell'Europa.

La rilevanza dell'episodio è a sostegno della tesi che, a fronte di una nuova domanda di fondi (per investimenti in Europa, negli USA e altrove), i mercati finanziari hanno risposto mettendo a disposizione i fondi necessari. Attualmente è in corso una netta inversione di tendenza.

*Il mercato del credito attuale è caratterizzato da una scarsa domanda di fondi*

L'appetito di investimento delle imprese europee, in particolare le maggiori, si è ridotto per due ragioni principali: la congiuntura negativa e il peso del debito prodotto dagli eccessi del recente passato. Infatti, gli investimenti sono la componente più volatile del PIL, i primi a ridursi quando la congiuntura rallenta. Gli ultimi dati macroeconomici confermano la contrazione degli investimenti a livello aggregato. Inoltre, gli ampi volumi di debito accumulati a fronte di investimenti e acquisizioni, diventano particolarmente pesanti nel momento in cui il valore dell'attivo si riduce, com'è successo con la recente crisi di borsa. I dati rivelano che i tassi di crescita del credito bancario, elevati fino a due anni fa, si sono drasticamente ridotti.

In sostanza, i dati recenti non fanno che confermare quanto noto sul ciclo economico. *In primis* che la domanda e l'offerta di credito dipendono entrambe da fattori ciclici e che per questo si muovono in sincronia. Ma ciò che è particolarmente evidente in una fase ciclica, è vero in generale. Se lo sviluppo degli investimenti non è possibile senza adeguate fonti di finanziamento, è anche vero che il credito si sviluppa in risposta alla volontà di investire. Anzi, è segno di bolla speculativa uno sviluppo del cre-

dito e in generale un'offerta di strumenti finanziari, la quale non sia spiegabile in termini d'investimento. *Caveat emptor!*

### *Riflessioni di politica economica*

Le proposte di politica economica in materia di finanziamento alle imprese non si possono limitare a un intervento sui mercati finanziari, ma si debbono collocare all'interno di un quadro coerente di stimolo diretto o indiretto agli investimenti. Le riflessioni conclusive vanno a collegarsi ai precedenti contributi contenuti in questo quaderno, tutti volti a sottolineare l'importanza d'interventi mirati e complementari.

### *Le infrastrutture*

I settori infrastrutturali – siano essi trasporti, energia, telecomunicazioni o reti idriche – sono caratterizzati dal collegamento più stretto fra investimenti e finanziamento. Al modello pubblico tradizionale si va oggi affiancando quello *pubblico-privato* d'emanazione britannica, in cui progettazione, costruzione, operazione e mantenimento delle singole opere sono affidati a specialisti privati, mentre l'autorità pubblica mantiene un puro ruolo di supervisione. La ripartizione dei rischi e delle responsabilità, che tale modello consente, ne hanno determinato una rapida diffusione in Spagna, Portogallo e Olanda. I riflessi positivi sul debito pubblico ne fanno prevedere un potenziale sviluppo anche in Italia e Germania, mentre una nuova spinta alle privatizzazioni potrebbe aprire la via persino in Francia, dove il controllo pubblico rimane la regola. Ma il ricorso all'investimento privato presuppone la presenza di intermediari finanziari, specializzati nell'offerta degli strumenti adeguati alle varie legislazioni e settori (credito e obbligazioni a medio-lungo termine, *project finance*, garanzie, obbligazioni strutturate) e di investitori “s sofisticati” in grado di valutare il rischio e il rendimento di tali strumenti.

Un chiaro esempio della stretta complementarità fra politiche infrastrutturali e mercati finanziari, è nel settore energeti-

co. In questo quaderno, Stefano da Empoli<sup>2</sup> enfatizza l'importanza della liberalizzazione e privatizzazione prevista dalla normativa europea. Un'implicazione della maggiore competitività nel mercato energetico, è, tuttavia, un aumento della domanda di finanziamento, derivante, da un lato, dalla progressiva diminuzione di fondi pubblici, dall'altro, dalla necessità per i privati di investire in impianti di generazione e in reti di distribuzione più efficienti. Anche le modalità di finanziamento dovranno quindi evolvere, probabilmente con accresciuto ruolo del *project finance* a sostegno delle strutture di generazione e, per esempio, delle *cartolarizzazioni* delle *bollette* per gli operatori della distribuzione. Un solido impianto legislativo che sostenga l'utilizzo di questi strumenti finanziari è probabilmente indispensabile al successo della politica energetica comunitaria. Fondamentale rimarrà anche la capacità di raccogliere capitale di rischio sui mercati azionari, purtroppo oggi messa in dubbio dal momento borsistico, ma anche dai recenti episodi di fallita *corporate governance*. Quest'ultimo tema è approfondito nel testo di Pier Paolo Bucalo in questo quaderno<sup>3</sup>.

### *Le piccole e medie imprese*

Le politiche a sostegno degli investimenti industriali, in particolare per le piccole e medie imprese, vanno da quelle indirette, a carattere macroeconomico (occupazione, previdenza) a interventi specifici di politica settoriale (innovazione) o locale. Proprio in questo quaderno, Filippo Vergara Caffarelli<sup>4</sup> sottolinea come un insieme coordinato di politiche su tre livelli istituzionali (Unione Europea, Stati Membri e Autorità Locali) possa essere decisivo per l'espansione ed il successo dei distretti industriali. Tale successo contribuirebbe ad accrescere la do-

<sup>2</sup> Cfr. *supra*: "Quale *corporate governance* per l'Europa?", capp. III, pp. 97 ss.

<sup>3</sup> Cfr. *supra*: "Politica industriale e sviluppo economico: politiche di promozione dei distretti industriali", cap. II, pp. 61 ss.

<sup>4</sup> Cfr. *supra*: "Fondi comunitari a supporto del *Venture Capital*: come strutturarli", cap. III, pp. 105 ss.

manda di finanziamento e sia il sistema bancario sia gli investitori privati, risponderebbero naturalmente a tale domanda. Tuttavia, lo sviluppo in parallelo di strumenti azionari e obbligazionari rimane cruciale. Il lato azionario include necessariamente il *Venture Capital*, come illustrato nell'articolo di Federico Pino che precede questo testo. Sul fronte obbligazionario, è importante realizzare strutture di cartolarizzazione del credito a medio-lungo termine a livello europeo, sfruttando il potenziale di una maggiore diversificazione del rischio che verrebbe a crearsi da un *pooling* di crediti in paesi e settori diversi, soggetti a fattori di rischio differenziati. Gli investitori beneficerebbero di un rischio minore, in quanto più diversificato, le banche emittenti di minori costi di cartolarizzazione, grazie a *rating* più alti. Si tratta solo di uno spunto, che richiede per essere realizzato la presenza di un impianto legislativo a valenza europea (si pensi alle difficoltà del recupero di crediti in legislazioni diverse), la volontà di banche in più paesi di conferire crediti all'interno di strutture condivise, la disponibilità di intermediari specializzati nella strutturazione, valutazione e commercializzazione di questi tipi di strumenti. E naturalmente, un'integrazione dei mercati finanziari che massimizzi il numero di investitori in questo tipo di attività.

