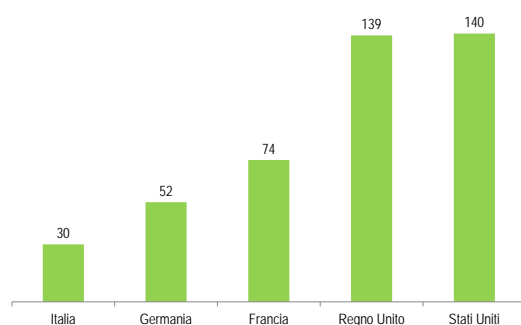


focus

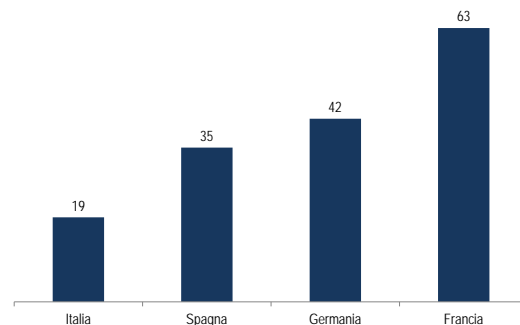
settimanale del Servizio Studi BNL

Capitalizzazione delle società quotate (in % del Pil; 2014)



Fonte: Banca d'Italia

Capitalizzazione delle società non finanziarie quotate (in % del Pil; 2014)



Fonte: Banca d'Italia

43

11 dicembre
2015

I prestiti bancari si confermano strumento centrale nel finanziamento esterno delle imprese: lo ribadisce oltre la metà delle aziende intervistate nella periodica indagine Bce sull'accesso al credito e se ne ha riscontro anche dall'osservazione della struttura del passivo. La necessità di diversificare e ampliare le fonti di finanziamento è alla base del progetto di **integrazione dei mercati dei capitali europei** (CMU, Capital Markets Union) con benefici attesi soprattutto per gli investimenti e i finanziamenti alle Pmi.

Uno sguardo all'esperienza statunitense evidenzia le potenzialità di un **unico mercato di riferimento del funding**, più esteso e più sviluppato. Gli indicatori dei principali strumenti di mercato ne mostrano le differenze: nel 2014, rispetto al Pil, la capitalizzazione di Borsa negli Stati Uniti era pari al 140% contro il 57% di quella europea, mentre la consistenza dei *corporate bond* ne rappresentava il 30% rispetto all'8% dell'area euro. L'avvio del Mercato Unico dei Capitali è fissato per il 2019 con numerosi impegni in calendario fino a quella data per la realizzazione di obiettivi intermedi.

Capital Markets Union: un progetto grande in un tempo piccolo

C. Russo ☎ 06-47028418 – carla.russo@bnlmail.com

I prestiti bancari si confermano strumento centrale nel finanziamento esterno delle imprese. Nell'indagine periodica della Bce sull'accesso al credito lo ribadisce oltre la metà delle aziende intervistate e se ne ha riscontro anche dall'osservazione della struttura del passivo.

In tutte le economie dell'area euro i prestiti bancari alle imprese provengono quasi esclusivamente da istituti di credito residenti nei rispetti paesi, una circostanza che avrebbe contribuito a inasprire gli effetti negativi della crisi economica. Una diversificazione geografica delle banche finanziatrici avrebbe ricadute favorevoli per tutti gli operatori economici consentendo una minore esposizione agli eventuali shock dei sistemi bancari e a quelli del ciclo economico.

La necessità di diversificare e ampliare le fonti di finanziamento, problema comune alle imprese del Vecchio Continente, è alla base del progetto di integrazione dei mercati dei capitali europei (CMU, Capital Markets Union) con benefici attesi soprattutto per gli investimenti e i finanziamenti alle Pmi. Uno sguardo all'esperienza statunitense evidenzia le potenzialità di un unico mercato di riferimento del *fundings*, più esteso e più sviluppato. Gli indicatori dei principali strumenti di mercato ne mostrano le differenze: rispetto al Pil, nel 2014, la capitalizzazione di Borsa negli Stati Uniti era pari al 140% contro il 57% di quella europea, mentre la consistenza dei *corporate bond* ne rappresentava il 30% rispetto all'8% dell'area euro.

Secondo la Commissione europea, le medie imprese statunitensi si approvvigionano tramite emissione di titoli in misura cinque volte superiore a quanto non avviene per le loro omologhe europee; è stato anche stimato che se in Europa il mercato del *venture capital* fosse sviluppato quanto quello americano nei passati 5 anni le imprese Ue avrebbero potuto contare su risorse aggiuntive per circa €90 miliardi; infine, una ripresa del mercato delle cartolarizzazioni "di qualità" che tornasse ad un livello pari a quello degli anni pre-crisi equivarrebbe ad oltre €100 miliardi di ulteriori fondi per le imprese, di cui circa €20 per le Pmi.

Il sistema creditizio si conferma il partner preferito dalle imprese

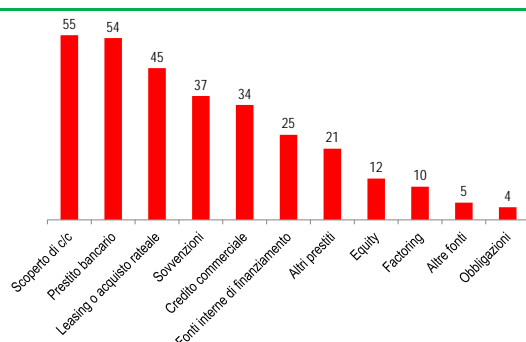
I lunghi anni di crisi finanziaria ed economica hanno messo ancora più in evidenza per le imprese dell'area euro l'importanza di diversificare le fonti di finanziamento. La debole dinamica del credito bancario verso il settore produttivo e le ricadute ad essa imputate nell'attuale fase di incerta ripresa hanno riproposto l'interesse per l'argomento, in verità sempre presente nel dibattito economico. Tra le criticità del rapporto banca-impresa si annovera l'elevata dipendenza delle realtà produttive dal credito bancario quale fornitore pressoché esclusivo di risorse finanziarie, in particolare per le piccole e medie imprese. L'ultima indagine Bce sull'accesso al credito da parte delle PMI¹ evidenzia come nel complesso dell'area euro, nell'ambito delle fonti esterne di finanziamento, quella bancaria si confermi di primaria importanza per oltre la metà

¹ Bce, Survey on the access to finance of enterprises in the euro area (SAFE), ottobre 2014-marzo 2015.

delle imprese (55%)², seguita dai contratti di leasing/acquisti rateali (44%), da sovvenzioni varie (sotto forma di garanzie o interventi statali) e dal credito commerciale. La scelta di altre tipologie di finanziamento viene effettuata solo da una percentuale esigua di imprese mentre solo per il 25% delle aziende risultano rilevanti i fondi interni. In generale le Pmi dei principali paesi dell'area euro (ad eccezione della Germania) continuano ad indicare una crescente esigenza di prestiti bancari e in particolare di linee di credito e/o di scoperti di conto corrente.

Area euro: principali fonti di finanziamento delle imprese

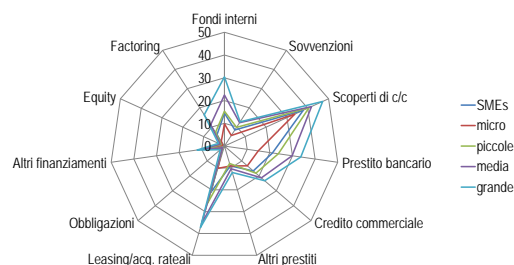
(nei 6 mesi precedenti l'indagine;
% dei rispondenti; possibilità di risposte multiple)



Fonte: Bce indagine SAFE aprile-settembre 2015

Area euro: utilizzo di fonti interne ed esterne di finanziamento per dimensione di impresa

(% dei rispondenti che hanno utilizzato il rispettivo strumento nei 6 mesi precedenti l'indagine; possibilità di risposte multiple)

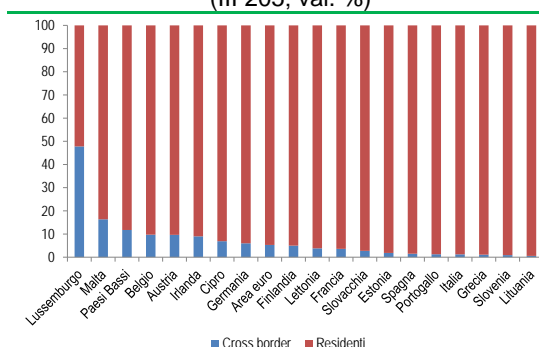


Fonte: Bce indagine SAFE aprile-settembre 2015

Un sistema produttivo legato quasi esclusivamente all'andamento del credito bancario ha mostrato tutta la sua fragilità durante il lungo periodo di crisi. Una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento potrebbe costituire un vantaggio sia per le imprese sia per il sistema creditizio: il frazionamento del rischio infatti determinerebbe una riduzione della vulnerabilità di entrambi gli operatori, il primo agli shock del sistema bancario e il secondo a quelli del ciclo economico. Tuttavia, se si guarda al panorama imprenditoriale europeo, caratterizzato dal 99,8% di PMI di cui il 92,6% micro (quelle con un numero di addetti inferiore a nove), si intuisce come il carattere spesso locale della proprietà renda difficile la ricerca di finanziamenti al di fuori sia del tradizionale canale bancario sia dei confini regionali o addirittura nazionali. Nell'area euro l'analisi dei prestiti per provenienza evidenzia (III trim. 2015) come per il settore privato il 95% dei finanziamenti sia arrivato da istituti dell'Unione monetaria; nei diversi paesi europei la concentrazione del credito pervenuto dall'interno dei confini nazionali si conferma elevata con quote che nella maggior parte dei paesi oscillano tra il 95 e il 99%; valori solo leggermente inferiori si osservano in Belgio (90), Germania (94), Irlanda (91), Cipro (93), Lussemburgo (52), Malta (84), Paesi Bassi (88) e Austria (90). Per contro, i prestiti interbancari risultano maggiormente diversificati dal punto di vista della provenienza geografica: quelli al di fuori dell'euro area rappresentano infatti un quarto dei prestiti complessivi, con percentuali che variano tra il 6% della Finlandia al 77% del Belgio.

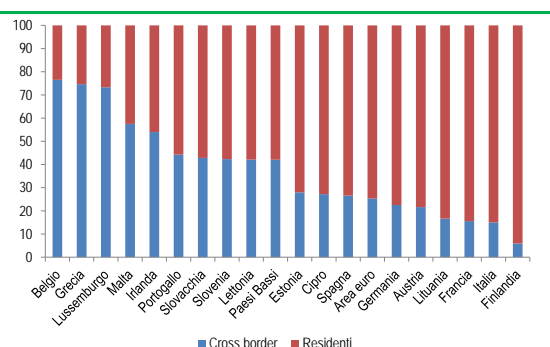
² Possibilità di risposte multiple.

Prestiti bancari al settore non monetario per provenienza
(III 2015; val. %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Bce

Prestiti interbancari per provenienza
(III 2015; val. %)

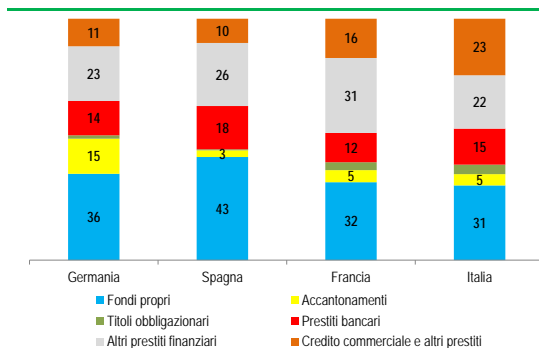


Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Bce

Un recente studio della Commissione europea,³ in merito all'elevata concentrazione domestica dei finanziamenti, ha rilevato come in paesi con una forte presenza di Pmi, (come quelli dell'area euro), si sarebbe ottenuta una migliore distribuzione del rischio e una minore esposizione agli effetti della recente crisi se le imprese avessero avuto modo di ottenere prestiti da istituti di credito non solo locali. Secondo la stessa ricerca un risultato ottimale si otterrebbe attraverso prestiti accordati da banche che operano in paesi diversi dalle imprese richiedenti, piuttosto che in una situazione in cui le banche finanziano una clientela locale approvvigionandosi con prestiti ottenuti da banche di altri paesi.

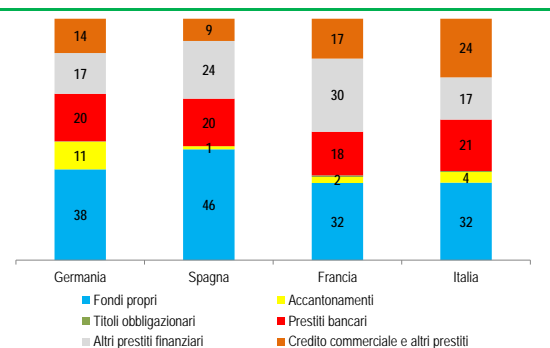
Attualmente la struttura del passivo delle imprese dei principali paesi dell'area euro mostra una diffusa sottocapitalizzazione: la quota di fondi propri sul totale del passivo varia infatti dal 31% di quelle italiane al 43% di quelle spagnole; Francia e Germania sono approssimativamente al centro di questo intervallo con percentuali rispettivamente del 32% e del 36%. In particolare, secondo i dati dell'archivio BACH,⁴ nell'ambito del passivo, i debiti verso gli istituti di credito oscillano dal 12% della Francia al 18% della Spagna passando per il 15% circa di Germania e Italia. Nel caso delle PMI la quota dei debiti verso banche è ancora maggiore: al 20% per le imprese con fatturato fino a €50 milioni e anche di più in quelle con fatturato fino a €10 milioni.

Passività delle imprese
(2013; composizione %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su BACH

Passività delle Pmi
(2013; composizione %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su BACH

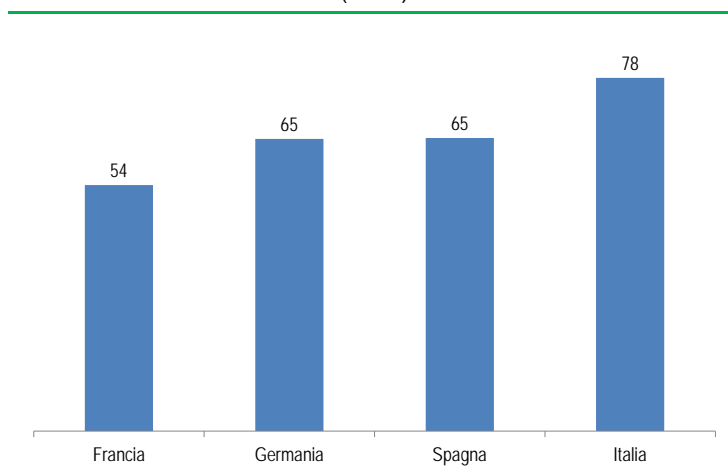
³ M. Hoffmann, Bent E.Sørensen, Small firms and domestic bank dependence in Europe's great recession, European Commission, Discussion Paper n. 012, settembre 2015.

⁴ The Bank for the Accounts of Companies Harmonized, banca dati sulle imprese di alcuni paesi europei.



Misurate rispetto al totale dei debiti finanziari, le passività contratte dalle PMI con gli istituti di credito mostrano ancora di più il loro peso: in Germania e Spagna l'incidenza sfiora il 65% mentre in Italia supera il 78%; l'analogo dato francese si ferma al 54%.

PMI: Debiti bancari in % delle passività finanziarie
(2012)



Fonte: BNP Paribas – Conjoncture n. 5/2015

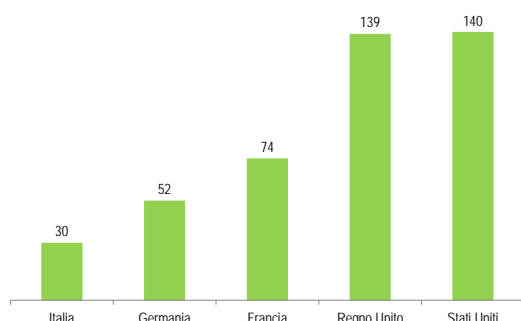
Capital Markets Union

Per favorire la diversificazione e l'ampliamento delle fonti di approvvigionamento delle imprese (in particolare Pmi, start up, innovative), lo scorso anno, nell'ambito del piano Juncker, è stato avviato un ambizioso progetto di integrazione dei mercati dei capitali. L'obiettivo è realizzare nei paesi europei, tra le altre cose, un migliore accesso al credito, un allargamento della platea degli investitori e un maggior sviluppo di un mercato dei crediti cartolarizzati.

Dal confronto con il mercato statunitense, dove già da tempo le imprese per finanziarsi ricorrono ampiamente a strumenti di mercato, emerge come in Europa vi sarebbe ampio spazio per orientare le imprese verso forme di finanziamento alternative al credito bancario. Secondo la Commissione europea, ad esempio, le medie imprese statunitensi si approvvigionano tramite emissione di titoli in misura cinque volte superiore a quanto non avvenga per le loro omologhe europee; è stato poi stimato che se in Europa il mercato del *venture capital* fosse sviluppato quanto quello americano nei passati 5 anni le imprese Ue avrebbero potuto contare su risorse aggiuntive per circa €90 miliardi; inoltre, si ipotizza che una ripresa del mercato delle cartolarizzazioni "di qualità" (che tornasse ad un livello pari a quello pre-crisi) porterebbe a oltre €100 miliardi di fondi in più, di cui circa €20 per le Pmi.

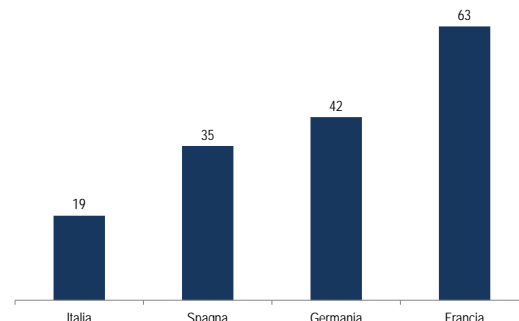
In effetti uno sguardo alla dimensione della capitalizzazione di alcuni mercati azionari fornisce un'idea della diversa articolazione del *funding*: nel 2014 negli Stati Uniti e nel Regno Unito la capitalizzazione del mercato azionario ha raggiunto il 140% del Pil, in Europa si è fermata al 57% con Germania e Italia al di sotto di questa soglia (52 e 30%) e Francia e Spagna oltre il 70%. I livelli riferiti alle sole società non finanziarie scendono al 19,3% in Italia, al 35,2% in Spagna, al 41,8% in Germania, al 62,5% in Francia.

Capitalizzazione delle società quotate
(in % del Pil; 2014)



Fonte: Banca d'Italia

Capitalizzazione delle società non finanziarie quotate
(in % del Pil; 2014)

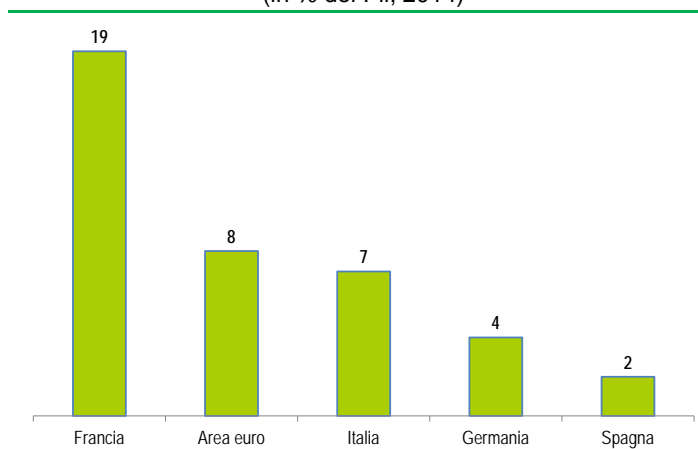


Fonte: Banca d'Italia

Oltre alla più bassa capitalizzazione delle società quotate, il mercato azionario europeo evidenzia attualmente un *market-to-book value*, vale a dire un rapporto tra valore di mercato e valore contabile dei titoli, decisamente inferiore a quello americano con un *ratio* pari a 1,8 per la nostra area e a 2,7 per quella statunitense. La quotazione delle società non finanziarie in Europa rimane inoltre un fenomeno estremamente limitato e appannaggio delle imprese di maggiore dimensione. Si pensi infatti che tra le medie imprese (quelle con fatturato ≤50 mln) la percentuale di quelle quotate in borsa varia dallo 0,4% dell'Italia all'1,8% del Regno Unito.

Anche la raccolta attraverso la collocazione di prestiti obbligazionari evidenzia margini di espansione se confrontata con il più sviluppato mercato statunitense, nonostante negli ultimi anni si sia assistito a un aumento favorito in gran parte dall'abbondante liquidità monetaria e dalla forte riduzione dei tassi di interesse. Negli Stati Uniti, negli ultimi dieci anni, l'incidenza dei *corporate bond* sul Pil è aumentata di 7 p.p. raggiungendo circa il 30% nel 2014; nell'area euro ci si ferma all'8%, una quota di soli 2 p.p. superiore al 2004. Nell'ambito dei principali paesi della Uem un'incidenza sul Pil relativamente consistente si rileva solo in Francia (19%) mentre Italia, Germania e Spagna si posizionano al di sotto del valore medio dell'area registrando una quota del 7,4%, del 4% e del 2%, rispettivamente.

Obbligazioni delle società non finanziarie
(in % del Pil; 2014)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su Bce e Eurostat

Lo scorso mese di settembre Jonathan Hill (Commissario responsabile per la stabilità finanziaria, i servizi finanziari e l'Unione dei mercati dei capitali) ha presentato un piano di azione relativo alla CMU⁵ contenente una serie di interventi finalizzati alla realizzazione del progetto entro il 2019. Numerose e impegnative le scadenze in calendario per i prossimi anni con l'intento di creare maggiori opportunità per gli investitori, eliminare gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri, promuovere un sistema finanziario più forte e robusto nonché approfondire l'integrazione finanziaria e aumentare la concorrenza.

Le misure da intraprendere nell'immediato sono relative 1) all'istituzione di un quadro normativo per una cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata (STS), 2) alla modifica della direttiva Solvency II per ridurre l'importo di capitale che le imprese di assicurazione devono detenere a copertura degli strumenti di debito e di capitale per i progetti infrastrutturali, 3) a una consultazione pubblica sui regolamenti sia dei fondi europei di *venture capital* (EuVECA) sia per l'imprenditoria sociale (EuSEF).

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari.

⁵ Action Plan on Building a Capital Markets Union, Commissione europea, 30 settembre 2015.