

Credit crunch: analisi e possibili soluzioni

di Elisabetta Gualandri e Valeria Venturelli

Testatina pari

Banche e Banchieri

1. Introduzione

La seconda fase della grande crisi finanziaria iniziata nel 2010, c.d. del debito sovrano, ha pesantemente colpito le banche italiane, determinando dal 2011 una situazione di credit crunch per famiglie e imprese.

L'obiettivo del presente contributo è di analizzare come il credit crunch stia determinando una situazione di disintermediazione, ormai strutturale, del canale bancario per il credito alle imprese, modificando il tradizionale rapporto banca-impresa in Italia. Come conseguenza occorre individuare e implementare azioni volte a intervenire sull'assetto complessivo del nostro sistema finanziario per porre rimedio a severe carenze strutturali in termini di strumenti, mercati e intermediari.

Dopo aver descritto gli aspetti salienti dell'impatto della crisi sui mercati del credito dell'area dell'Euro, si analizza la dinamica del credito bancario alle imprese negli anni più recenti, al fine di individuare la rilevanza dei vincoli di natura finanziaria e le situazioni di razionamento del credito. L'evidenza è che, soprattutto con riferimento all'Italia, emergono chiari segnali di credit crunch, che interessano in particolare le piccole medie imprese (PMI).

Sono quindi individuate e analizzate le possibili exit strategies dalla situazione di credit crunch che sta vivendo l'economia italiana: il rafforzamento del ruolo degli intermediari finanziari non bancari (investitori istituzionali, fondi di private equity e di venture capital); la nascita di nuovi intermediari e veicoli finanziari (credit funds); la definizione di un sistema di garanzie pubbliche e private per operazioni di securitization di crediti alle PMI; lo sviluppo di piattaforme di crowdfunding che agevolino la raccolta di fondi per start up e progetti innovativi. Lo scenario che sta emergendo richiede che le banche ripensino il loro ruolo nei confronti

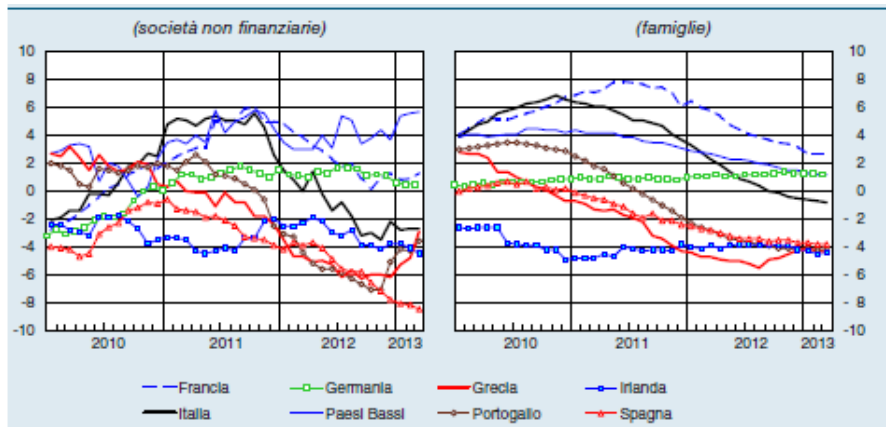
delle imprese, tra l'altro ampliando e rafforzando i servizi di corporate finance. Al tempo stesso, occorre che le imprese siano consapevoli che la disintermediazione bancaria nel canale del credito è una situazione irreversibile (almeno nel medio termine) e si attivino per dotarsi delle condizioni di governance, di trasparenza e di natura finanziaria, che meglio le mettano nelle condizioni di accedere ai mercati dei capitali.

2. Crisi e mercato del credito nell'area dell'Euro

L'area dell'euro nei suoi primi anni di vita ha sperimentato una crescente convergenza dei mercati finanziari dei diversi paesi membri, verso il mercato unico finanziario. Dall'inizio della crisi, soprattutto con la seconda fase definita del debito sovrano, l'area dell'euro sta vivendo un trend inverso con una rilevante frammentazione del mercato unico e un ritracciamento entro i confini nazionali.

La crisi del debito sovrano nei paesi periferici - Grecia, Portogallo e Irlanda e quindi dall'estate 2011 Spagna e Italia - ha accentuato l'eterogeneità dei mercati del credito, con disparità da paese a paese nei tassi di crescita del credito e nel costo del medesimo per famiglie e imprese.

Figura 1 Andamento dei prestiti ⁽¹⁾ per settore in alcuni paesi dell'area euro (variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: BCE.

(1) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle istituzioni finanziarie monetarie, corretti per l'effetto contabile delle cartolarizzazioni.

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 2012, Figura 7.6

La Figura 1 descrive l'andamento del credito, a partire dal 2010, per imprese non finanziarie e famiglie in alcuni paesi dell'area dell'Euro. Per le imprese la divergenza nei tassi di crescita del credito sta aumentando dal 2012: il trend è negativo per i paesi più colpiti dalla crisi - Grecia, Irlanda, Portogallo e Italia e particolarmente severo per la Spagna -; tra i paesi core è lievemente positivo per Francia e Germania; sostenuto per i Paesi Bassi.

Il costo del finanziamento bancario differisce in modo crescente nei vari paesi. Una recente analisi (Neri 2013) evidenzia che, nell'area dell'Euro, la deviazione standard dei tassi d'interesse applicati ai prestiti è cresciuta solo marginalmente durante la prima fase della crisi, passando da 0.6 punti percentuali nel periodo 2003-estate 2007, a 0.7 nel periodo settembre 2007-aprile 2010, per poi raggiungere 1.4 durante la fase della crisi del debito sovrano. In tale fase, l'eterogeneità nel costo per i nuovi prestiti ha fatto registrare una forte correlazione dei tassi di interesse con gli spread sul debito sovrano.

Un chiaro indicatore della frammentazione dei mercati del credito è costituito dai differenziali nel costo del credito per le imprese tra paesi periferici e paesi cosiddetti "core". I tassi sui prestiti alle imprese, che sino al 2011 erano sostanzialmente in linea tra Italia (circa il 5%) e Germania (circa il 4,7%) hanno subito una forte divaricazione: nel 2013 le imprese tedesche si sono mediamente finanziate al 3%, come pure quelle francesi, mentre le italiane, in linea con le spagnole, a oltre il 6% (studio BNP citato nel Il Sole 24 ore del 26 maggio 2013).

La frammentazione finanziaria sta dispiegando i propri effetti negativi soprattutto a danno delle PMI: il differenziale di tasso di interesse tra i nuovi prestiti di piccolo importo e quelli di grande importo (oltre un milione di euro) nel 2012 è stato in media di circa 150 punti base, rispetto ai circa 80 del periodo 2003-2009 (Banca d'Italia 2012 b, p. 78). Particolarmente significativa la divaricazione tra paesi periferici e paesi "core" del differenziale di interessi: in Spagna 2.3 punti percentuali, 1 punto in Francia (Draghi 2013).

In un'area monetaria unica, mercati nazionali frammentati in modo rilevante lungo linee nazionali, mettono a repentaglio la trasmissione della politica monetaria e ostacolano la trasmissione di impulsi uniformi nei diversi paesi. L'utilizzo da parte della BCE di strumenti non convenzionali di politica monetaria a partire dal 2011 e 2012 (Securities Market Program SMP, Long Term Refinancing Operations LTROs and le Outright Monetary Transactions OMT), Box 1, e la forte immissione di liquidità sul mercato, sono azioni che rispondono, tra l'altro, anche all'obiettivo di ripristinare appropriati meccanismi di trasmissione della politica monetaria nel mercato finanziario (Draghi 2012).

Box 1 Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria della BCE (2010-12)

Securities Market Program SPM (maggio 2010-agosto 2012)	Acquisto da parte della ECB di titoli sia pubblici che privati, per assicurare liquidità ai mercati e stabilizzare i prezzi dei titoli. Gli interventi sono stati sterilizzati con operazioni di riassorbimento della liquidità immessa. Le operazioni SMP sono state essenzialmente indirizzate, soprattutto dall'agosto al novembre 2011, all'acquisto dei titoli di stato di Italia e Spagna, per attenuare le tensioni determinate dalla crisi del debito sovrano.
Refinancing operation at longer term-Long term refinancing operations LTRO	Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine determinano una temporanea creazione di base monetaria. Sono state effettuata a sei mesi nel 2008, a un anno nella primavera 2009, a tre anni nel dicembre 2011 e febbraio 2012: cosiddette <i>longer-term refinancing operations</i> (LTROs)
Outright Monetary Transactions OMT (Big Bazooka)	Operazioni definitive di acquisto di titoli annunciate da Mario Draghi nel luglio 2012 e ad oggi mai usate. Non sono stati fissati limiti ex ante di entità e di durata. Gli interventi sono subordinati a stretta condizionalità per i paesi interessati, connessa con l'attivazione di un programma di aiuto finanziario da parte del EFSF o dell'ESM. E' prevista la sterilizzazione degli effetti delle operazioni sulla liquidità (come nel caso del SMP che è stato contestualmente terminato)

Le banche italiane hanno fatto ampiamente ricorso al rifinanziamento presso la BCE, in particolare alle LTROs triennali di dicembre 2011 e febbraio 2013 (Tabella 1), accedendo per una quota di circa il 25% sul totale complessivamente erogato (pari a 1.021 miliardi di euro), seconde solo alle banche spagnole (29%).

Tabella 1 - Suddivisione per paese delle due LTROs (21.12.2011 e 29.02.2012)

	LTROs [euro Mld]	%
Austria	14	1,37
Belgio	33	3,23
Finlandia	1	0,10
Francia	165	16,16
Germania	69	6,76
Grecia	13	1,27
Irlanda	78	7,64
Italia	255	24,98
Lussemburgo	5	0,49

Olanda	12	1,18
Portogallo	50	4,90
Spagna	300	29,38
Altri	26	2,55
TOTALE	1021	100,00

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca Centrale Europea

Nonostante l'elevato ricorso alla BCE, e pure in presenza di tassi ufficiali progressivamente ridotti a valori prossimi allo zero, i volumi erogati e i tassi di interesse praticati dalle banche italiane stanno risentendo di alcuni principali fattori: inizialmente, dal 2011, della difficile situazione di liquidità e del maggior costo della provvista sui mercati a causa del rischio sovrano e dell'innalzamento dei coefficienti patrimoniali (Cosma e Gualandri 2012). Al riguardo si ricorda che seppure Basilea 3 entri a regime nel 2019, mercati e autorità di vigilanza fanno da tempo pressione per aumentare la patrimonializzazione oltre i limiti minimi attualmente previsti.

Per quanto riguarda l'impatto della crisi sulle banche italiane, pur registrandosi un forte deterioramento della situazione a partire dalla crisi del debito sovrano, nel complesso il nostro sistema bancario è quello che, tra i paesi principali (Tabella 2), è stato oggetto dei meno rilevanti interventi a carico dello Stato, e quindi dei contribuenti nel periodo 2007-2012 (giugno). Il valore assoluto degli interventi a titolo di capitale (Tremonti Bond) sono stati pari a 4,1 miliardi di Euro, ovvero lo 0,26% del PIL, coinvolgendo 4 banche¹; con riferimento alle garanzie (principalmente utilizzate per garantire l'emissione di titoli stanziabili presso la BCE per le operazioni LTROs) il valore sale a 123 miliardi (7,9% del PIL), coinvolgendo 258 banche. Si pensi che per il Regno Unito gli interventi del primo tipo sono risultati pari al 6,36% del PIL e quelli del secondo al 67%, per un totale di 18 banche; in Germania rispettivamente 1,87% e 16,77% per un totale di 13 banche; in Irlanda 18,71% e 131,71%, per sole 6 banche. Sul totale degli interventi nei paesi europei, la quota italiana è risultata del 4,6%, rispetto al 44,8% del Regno Unito e al 15,6% della Germania.

Per quanto riguarda lo scenario economico finanziario del nostro Paese, a partire dal 2012, si sono accentuati altri fattori legati all'accresciuta rischiosità dell'economia a causa della perdurante situazione gravemente recessiva: in Italia

¹ Tali interventi risalgono al 2009. Al giugno 2103 tre banche (Banco Popolare, Banca Popolare di Milano e Credito Valtellinese) avevano rimborsato i Tremonti Bond. Nel caso del Monte dei Paschi di Siena, nel 2013 si proceduto a un ulteriore intervento da parte dello Stato, Monti Bond, pari a 3,9 miliardi di euro, di cui 1,9 a sostituzione dei Tremonti Bond. Tale intervento ha richiesto l'approvazione della Commissione Europea (procedura sugli aiuti di Stato).

tra il 2007 e il 2012 il PIL è diminuito di 7 punti percentuali in termini reali, mentre la produzione industriale è calata del 25%. A causa di ciò si è avuta una notevole crescita dei crediti deteriorati, *non performing loans* (NPLs), e in particolare delle sofferenze, la diminuzione del tasso di copertura (coverage ratio) dei NPLs, vale a dire il rapporto tra le rettifiche apportate e l'ammontare dei crediti deteriorati lordi, e la conseguente esigenza di ulteriori elevati accantonamenti. L'incidenza dei NPLs è passata dal 4,5% di fine 2007 al 12,3% del giugno 2012, mentre nello stesso periodo il coverage ratio è sceso dal 49,4% al 37,7% (Banca d'Italia 2013 a, b). Nel 2012 la Banca d'Italia (2013 c) ha condotto approfondite verifiche sulle principali 20 banche del paese (escluse le due principali), che hanno portato a maggiori accantonamenti, riportando il tasso di copertura per il campione di posizioni analizzate dal 31% del 30 settembre 2012 al 43,5% del 31 dicembre 2012. Tali verifiche sono continuate nel 2013, determinando ulteriori accantonamenti².

Tabella 2 – Interventi pubblici a favore delle banche (2007 – 2012 Giugno)

	Capitale	Garanzie	Altri	Totale	Capitale/PIL %	Totale/PIL %	Numero istituti in- teressati
Stati Uniti (mld US\$)	562,7	1869	421,6	2853	3,86	19,55	446
Austria	8,85	24,45		33,3	3,07	11,55	8
Belgio	20,9	170,2	5,5	196,7	5,90	55,53	6
Danimarca	7,6	26,8	6,6	41,1	3,24	17,52	59
Francia	25,3	102,4	0,5	128,2	1,30	6,59	8
Germania	46,9	365,4	7,30	419,6	1,87	16,77	13
Grecia	20,3	45,5	17	82,8	9,28	37,87	10
Irlanda	31,5	190,2	-	221,7	18,71	131,71	6
Islanda	0,8	-	-	0,8	7,49	7,49	3
Italia	4,1	119	-	123,1	0,26	7,90	258
Lussemburgo	2,8	7,2	0,2	10,1	7,06	25,48	4
Paesi Bassi	30,1	94,1	8,3	132,5	5,11	22,52	14
Portogallo	4	10,2	0,4	14,6	2,35	8,60	9
Regno unito	114,5	1007,8	84,1	1206,5	6,36	67,00	18

² Si tenga comunque presente che i criteri per la definizione di crediti deteriorati sono in Italia più rigorosi che in altri paesi europei (Banca d'Italia 2013 b, c).

Spagna	23,5	0,4	13	36,9	2,22	3,49	27
Svizzera	47,9	-	-	47,9	11,79	11,79	1
Totale Euro- pa	389,2	2163,9	142,8	2696	3,43	23,77	437

Fonti: nostre rielaborazioni su dati Eurostat, Bureau of Economic Analysis - numeri vari, US Commerce Department - numeri vari, Mediobanca R&S.

Come conseguenza, le banche hanno messo in atto una maggiore selezione dei prenditori, con un pesante razionamento del credito nei confronti delle imprese nelle classi di rating peggiori e con un aumento del costo del credito a fronte dell'accresciuto costo del rischio (c.d. risk pricing) (Cosma e Gualandri 2013), come si vedrà di seguito.

Solo nell'ultimo scorcio del 2013, la situazione ha mostrato segnali di stabilizzazione, sia sul versante economico, con l'arresto della caduta del PIL in atto dal 2011, sia dal punto di vista del flusso di nuove sofferenze sui prestiti, che pur restando elevato intorno al 2,9%, ha smesso di crescere per la prima volta dal secondo trimestre del 2011 (Banca d'Italia 2014).

3. La disponibilità di credito bancario in ambito europeo

Negli ultimi due decenni i sistemi finanziari dei principali paesi industrializzati hanno conosciuto profondi cambiamenti nella loro struttura e nei comportamenti finanziari degli operatori. Come è noto, nella letteratura finanziaria il sistema finanziario europeo continentale è stato descritto come un modello di intermediazione basato sulle istituzioni creditizie e contrapposto a quello anglosassone che si caratterizza per un'allocatione dei flussi finanziari che transita in modo prevalente sui mercati finanziari.

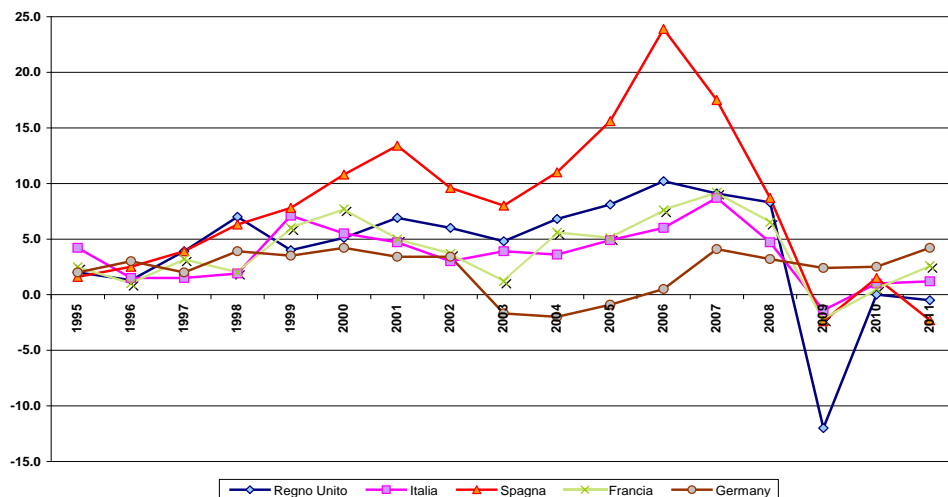
Anche dai dati più recenti (Venturelli, 2012; Gualandri e Venturelli, 2013) è del tutto evidente che ancora oggi la morfologia dei sistemi finanziari appare diversa tra paesi con la banca che svolge un ruolo centrale nel finanziamento delle imprese non finanziarie, soprattutto quelle di minore dimensione: ciò è particolarmente vero per Italia, Spagna e Germania. I debiti bancari rappresentano infatti una quota significativa delle passività finanziarie delle piccole imprese, mentre il loro peso si riduce in modo sensibile al crescere della dimensione di impresa. Ciò è coerente con la tendenza delle grandi imprese europee a ricorrere in misura maggiore al mercato obbligazionario in sostituzione dei prestiti bancari.

Da qui l'esigenza di verificare come la crisi, in particolare quella del debito sovrano, abbia impattato sulla capacità di finanziamento delle imprese, differenziando i prenditori, ove possibile, per classe dimensionale.

Una prima valutazione dell'impatto della crisi emerge dall'analisi dei flussi di credito bancario in rapporto al PIL (Figura 2): a partire dal 2008 emergono fe-

nomeni di razionamento del credito che accomunano i principali paesi europei sebbene con intensità diversa.

Figura 2 Credito bancario/PIL



Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat Financial Accounts

Indicazioni più precise circa la rilevanza dei vincoli finanziari per le diverse classi dimensionali di impresa e la preoccupazione collegata alle difficoltà di reperimento di mezzi finanziari possono essere colte a partire dall'indagine pubblicata a cadenza semestrale dalla Banca Centrale Europea dal titolo "Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE)". La ricerca è condotta su un campione di imprese dell'area euro selezionate in maniera casuale, stratificato per classe dimensionale, settore di attività economica e paese di origine, che risulta formato da 7.510 imprese, delle quali 6.960 hanno meno di 250 dipendenti. La Tabella 3 consente di valutare la rilevanza dei vincoli di natura finanziaria per le imprese dei principali paesi dell'area dell'euro.

Tabella 3 Quota di imprese per le quali l'accesso alla finanza rappresenta la preoccupazione principale

PMI	2009 I sem	2009 II sem	2010 I sem	2010 II sem	2011 I sem	2011 II sem	2012 I sem	2012 II sem	2013 I sem
Germania	15.3	18.1	11.2	12.0	11.0	11.0	9.5	8.5	8.2
Spagna	26.0	34.1	23.3	25.0	24.4	29.2	27.2	25.1	23.4

Francia	18.6	11.4	12.2	13.0	16.1	13.4	13.2	13.1	14.8
Italia	14.7	20.4	13.7	16.1	14.2	19.0	23.4	18.4	20.0
Totale			14.9	15.7	15.9	17.3	17.6	16.1	16.3
Grandi im- prese	2009 I sem	2009 II sem	2010 I sem	2010 II sem	2011 I sem	2011 II sem	2012 I sem	2012 II sem	2013 I sem
Germania		13.9	7.1	8.5	6.3	2.8	11.3	8.4	7.3
Spagna		24.7	21.6	19.3	15.3	25.6	25.8	21.1	17.4
Francia		5.1	10.7	4.2	11.4	18.4	11.1	9.6	5.5
Italia		18.2	14.4	15.5	17.1	27.5	19.9	15.0	15.6
Totale			11.1	9.8	11.1	13.9			10.5
Totale im- prese	2009 I sem	2009 II sem	2010 I sem	2010 II sem	2011 I sem	2011 II sem	2012 I sem	2012 II sem	2013 I sem
Germania		16.5	9.7	10.6	9.2	8.0	10.2	8.4	7.9
Spagna		31.7	22.8	23.5	22.1	28.3	26.8	24.0	21.8
Francia		8.8	11.6	9.5	14.3	15.4	12.4	11.8	11.3
Italia		20.0	13.8	15.9	14.8	20.8	22.7	17.7	19.1
Totale			13.7	13.8	14.4	16.2			14.5

Fonte: Elaborazioni su dati ECB "Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE)"

Le difficoltà collegate all'accesso alla finanza hanno raggiunto un picco a ridosso del secondo semestre 2009 per la maggioranza delle PMI europee, per poi ridursi o stabilizzarsi nei semestri successivi, con l'unica eccezione rappresentata dalle PMI italiane per le quali il punto di massimo è stato raggiunto più di recente. In termini assoluti, sono le imprese spagnole quelle per le quali l'accesso alla finanza costituisce una tra le principali preoccupazioni, seguite dalle imprese italiane.

Ulteriori indicazioni in tal senso derivano dalla valutazione della percentuale netta di imprese che hanno segnalato un aumento (+) o riduzione (-) di fabbisogno di prestiti bancari rispetto al semestre precedente (Tabella 4).

Tabella 4 Fabbisogno di prestiti bancari PMI – Percentuale netta di rispondenti segnalanti un incremento (+) o riduzione (-) rispetto al semestre precedente

	2009 I sem	2009 II sem	2010 I sem	2010 II sem	2011 I sem	2011 II sem	2012 I sem	2012 II sem	2013 I sem
Germania	9.0%	13.4%	0.0%	0.2%	-3.2%	1.1%	-5.6%	-4.5%	-0.2%
Spagna	12.4%	18.8%	6.2%	6.1%	5.3%	7.6%	3.5%	5.1%	4.0%
Francia	6.3%	7.1%	1.3%	16.1%	12.2%	7.9%	9.6%	5.8%	9.4%

Italia	19.1%	27.7%	7.8%	12.0%	12.4%	19.0%	15.1%	12.1%	11.9%
Totale			2.8%	6.5%	4.8%	7.6%	5.5%	4.7%	4.6%

Fonte: Elaborazioni su dati della Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE) microdata

Con riferimento al fabbisogno di origine esterna delle PMI dei principali paesi europei, queste hanno segnalato in media un incremento del fabbisogno di prestiti bancari, in particolare nella seconda metà del 2009. Il fabbisogno crescente di prestiti risulta particolarmente elevato per le imprese spagnole e soprattutto italiane, fenomeno questo collegato al drastico peggioramento delle condizioni di redditività che ha interessato le imprese di questi paesi. Nel periodo più recente sono le imprese italiane a presentare ancora un fabbisogno esterno particolarmente elevato.

Tabella 5 Disponibilità di credito bancario – Percentuale netta di rispondenti segnalanti un incremento (+) o riduzione (-) rispetto al semestre precedente

	2009	2009	2010	2010	2011	2011	2012	2012	2013
	I sem	II sem	I sem	II sem	I sem	II sem	I sem	II sem	I sem
Germania	-24.4%	-32.4%	-8.4%	-1.6%	-6.4%	-1.4%	-0.7%	6.8%	4.4%
Spagna	-51.0%	-48.4%	-16.5%	-19.7%	-16.7%	-26.0%	-29.5%	-16.9%	-6.9%
Francia	-19.0%	-14.0%	-2.0%	-12.9%	-14.0%	-19.4%	-21.4%	-17.7%	-13.5%
Italia	-26.0%	-29.4%	-5.6%	0.8%	-9.2%	-27.5%	-27.3%	-7.2%	-22.1%
Totale			-11.9%	-9.2%	-13.8%	-20.4%	-22.1%	-9.8%	-11.3%

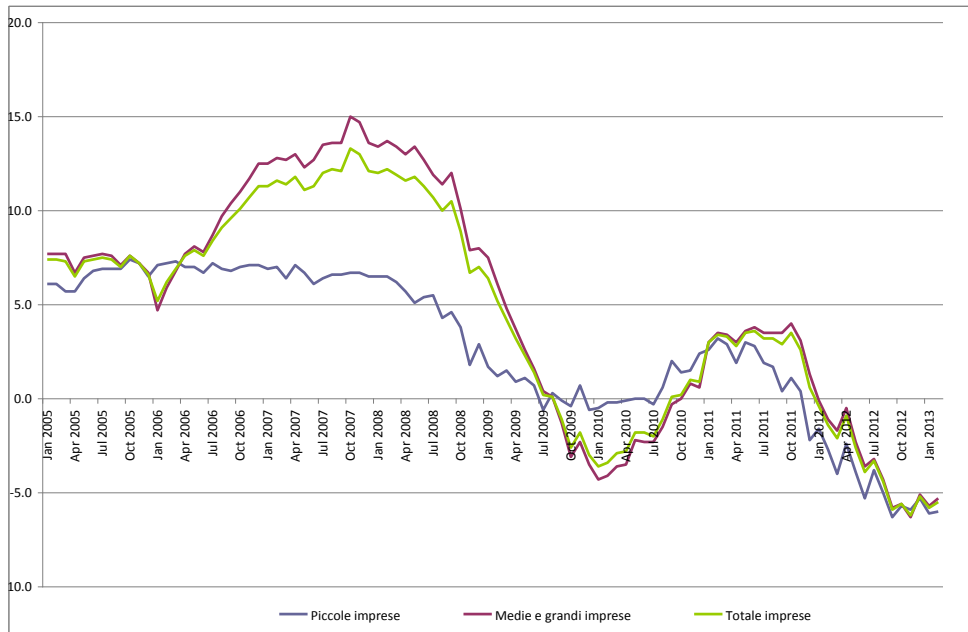
Fonte: Elaborazioni su dati ECB "Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE)"

In media, le PMI dei paesi dell'area segnalano una riduzione (in alcuni casi significativa) della disponibilità di credito bancario (sia nella forma di nuove erogazioni sia nel rinnovo di linee di credito esistenti). Su tutto l'orizzonte temporale (Tabella 5), le imprese italiane sono le peggio posizionate, mentre quelle francesi hanno visto ridursi la disponibilità di credito bancario solo a partire dal secondo semestre 2010. Per l'Italia, se tra il primo semestre 2010 e il primo semestre 2011 la situazione appare parzialmente in miglioramento, a partire dal secondo semestre 2011 la disponibilità di credito bancario peggiora drasticamente. In controtendenza la Germania, unico paese tra quelli considerati che segnala nell'ultimo periodo censito un incremento nella disponibilità di credito bancario.

4. Imprese italiane e credit crunch

Concentrando l'attenzione sulla situazione italiana, la figura seguente (Figura 3) conferma i risultati del sondaggio condotto in ambito europeo.

Figura 3 Prestiti bancari alle imprese classe dimensionale - (variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: Banca d'Italia, Rapporto di stabilità finanziaria n. 5, Aprile 2013

Negli ultimi mesi il credito bancario si è contratto a un ritmo simile tra le varie classi dimensionali di impresa. L'accesso al credito rimane più difficile per le aziende di minore dimensione le quali hanno una limitata capacità di accesso a fonti di finanziamento alternative. Diversamente, le imprese di dimensioni medio-grandi hanno fatto fronte alla restrizione creditizia effettuando emissioni lorde di obbligazioni. Segnali di credit crunch possono essere desunti dalla percentuale di piccole imprese che dichiarano di non aver ottenuto il credito richiesto (Figura 4).

Figura 4 Quota di imprese razzionate (valori percentuali) – La situazione italiana



Fonte: Banca d'Italia, Rapporto di stabilità finanziaria n. 5, Aprile 2013

La Figura 4 mostra la quota di imprese manifatturiere che dichiarano di aver domandato credito a banche o società finanziarie negli ultimi 3 mesi e di aver ricevuto un diniego. Dal grafico appare evidente che le condizioni di accesso al credito risultano particolarmente difficoltose per le imprese di minori dimensioni. La percentuale di piccole imprese che dichiarano di non aver ottenuto il credito richiesto risulta nettamente superiore rispetto a quella delle altre classi dimensionali.

Un ulteriore aspetto importante riguarda il costo del finanziamento per le diverse categorie di imprese. La Figura 5 consente di valutare l'andamento dei tassi di interesse sui prestiti bancari per categoria dimensionale e settore di attività economica. Il differenziale tra i tassi di interesse sui nuovi prestiti bancari alle imprese di piccole e grandi dimensioni si è ampliato soprattutto all'interno del settore manifatturiero.

Figura 5 Tassi di interesse sui prestiti per classe dimensionale e settore di attività (valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 2012, Figura 14.9

La novità di questo ultimo periodo è che la riduzione del credito bancario ha interessato non solo le imprese in condizioni finanziarie precarie ma anche quelle sane con situazioni di bilancio più solide (Tabella 6). Per le imprese con situazioni economico finanziarie più equilibrate, la riduzione dei prestiti bancari riflette in larga parte la sostituzione intervenuta tra prestiti bancari e strumenti di mercato principalmente nella forma di obbligazioni. Ancora una volta sono le piccole imprese a risentire di più della restrizione creditizia.

Tabella 6 Evoluzione dei prestiti per classe di merito creditizio (variazioni percentuali sui 12 mesi)

	Sane	Vulnerabili	Rischiose
Dic 2010	4,1%	1,5%	-6,5%
Dic 2011	4,1%	1,0%	-5,4%
Dic 2012	-3,1%	-1,7%	-7,2%

Fonte: Banca d'Italia, Rapporto di stabilità finanziaria n. 5, Aprile 2013

I dati sono riferiti a un campione di circa 340.000 imprese, ripartite nelle diverse classi di rischio in base allo z-score (un punteggio assegnato dalla Cerved sulla base di diversi indicatori di bilancio). Si definiscono "sane" le imprese con z-score pari a 1 (sicurezza elevata), 2 (sicurezza), 3 (ampia solvibilità) e 4 (solvibilità); "vulnerabili" le imprese con z-score pari a 5 (vulnerabilità) e 6 (vulnerabilità elevata); "rischiose" quelle con z-score pari a 7 (rischio), 8 (rischio elevato) e 9 (rischio molto elevato).

Dall'analisi precedente emergono quindi segnali di credit crunch che interessano sia le PMI sia le imprese sane in generale. Queste tendenze riflettono indub-

biamente fattori di natura congiunturale (la crisi del debito sovrano, la recessione) ma evidenziano anche un elemento di carattere strutturale che interessa il sistema bancario e finanziario italiano (Panetta 2014). Da un lato si pone il problema di intermediari che potrebbero essere non efficacemente attrezzati per la valutazione delle imprese, soprattutto quelle attive nei settori più innovativi. Dall'altro si conferma l'eccessiva dipendenza delle imprese dal credito bancario a ragione dello scarso sviluppo di canali alternativi al credito bancario e dalla cronica riluttanza da parte delle imprese a finanziarsi via strumenti di mercato finanziario.

La crisi dovrebbe essere finalmente l'occasione per avviare un ripensamento del ruolo degli intermediari e incentivare lo sviluppo di canali di finanziamento alternativi.

5. Le exit strategies per le imprese italiane

Il ripristino di un adeguato flusso di finanziamenti alle imprese, specie PMI, è in molti paesi europei la condicio *sine qua non* per uscire dalle secche della recessione in atto. Le exit strategies dalla situazione di credit crunch sono al centro del dibattito e dell'azione dei policy makers, a livello nazionale e internazionale. In Italia la situazione assume caratteristiche specifiche per diversi motivi: un forte peso dell'intermediazione bancaria, lo scarso sviluppo di alcune componenti del sistema finanziario legate ai mercati dei capitali per le imprese (Panetta 2013), elevati debiti pregressi della PA nei confronti delle imprese e infine la particolare situazione delle banche a causa dei crescenti crediti deteriorati e la conseguente esigenza di maggiori rettifiche, in una situazione di margini che si sono andati riducendo pesantemente.

Un dato di fatto da cui partire è che nel breve termine il sistema bancario italiano non è in grado di ripristinare il flusso di credito necessario alle imprese. E' quindi evidente che l'allentamento dei vincoli finanziari per le imprese, in particolare per le PMI, deve per forza passare per canali alternativi al credito bancario, come indicato anche dalla Missione del FMI del luglio 2013. Proprio in questo senso l'azione dei policy makers, supportata da un ampio dibattito³, è già da tempo indirizzata a favorire, anche con interventi legislativi ad hoc, lo sviluppo di tali canali. Alcune azioni sono già state intraprese e altre sono allo studio.

Una prima azione consiste nel pagamento dei debiti della Pubblica Amministrazione nei confronti delle imprese, stimati intono ai 90/100 miliardi di euro. Il rimborso è stato calendarizzato in 2 o 3 anni (a partire dal 2013) ed è stato reso

³ Si vedano gli innumerevoli articoli di stampa apparsi sul tema nel corso dell'ultimo periodo. Su tutti si veda <http://www.ilsole24ore.com/>

possibile, in primo luogo, dall'uscita dell'Italia nel giugno 2013 dalla procedura di infrazione per il deficit pubblico eccessivo. Dal 2013 infatti l'Italia rientra al di sotto della soglia critica del 3% del deficit/Pil.

Di seguito viene proposte una sintesi dei canali finanziari alternativi, o anche complementari, al credito bancario e delle azioni volte a favorirne lo sviluppo, per poi approfondire opportunità e ostacoli legati alla nascita e crescita del mercato obbligazionario per le PMI (corporate bond, titoli derivanti da securitisation dei crediti alle PMI).

1. Raccolta sul mercato obbligazionario. Il decreto sviluppo (DL 83/2012, art 32) ha eliminato alcuni vincoli, anche fiscali, che non favorivano l'emissione di corporate bonds per le imprese non quotate. Il decreto ha riguardato i cosiddetti mini bond, vale a dire le cambiali finanziarie (commercial papers) a 1-36 mesi (in precedenza 3-12), e le obbligazioni di durata non inferiore ai 36 mesi. E' prevista la presenza di un intermediario sponsor (con funzioni di assistenza agli emittenti, di market making e di liquidità), la certificazione dell'ultimo bilancio e infine la circolazione dei titoli tra investitori qualificati (ex. Art 100 TUIF). L'emittente può usufruire di alcune esenzioni fiscali tipiche delle obbligazioni societarie e dedurre gli interessi passivi. Le prime emissioni da parte di imprese medio-grandi non quotate sono state significative e in taluni casi hanno agito da volano per successive operazioni di acquisizione, come nel caso di Cerved, acquisita nel febbraio 2013 dal CVC funds. Rimangono per ora rilevanti barriere per le imprese minori per l'emissione di tali strumenti, a causa di problemi dal lato sia della domanda sia dell'offerta, come si approfondirà di seguito.
2. Fondo di centrale di garanzia (FCG) per le PMI. Il FCG, operativo da più di dieci anni, è un fondo pubblico assistito dalla garanzia dello Stato e presta garanzie alle banche e altri intermediari per il credito alle PMI di ogni settore, finanziariamente sane. A partire dal 2009 è stato rafforzato, con un l'aumento della dotazione da parte dello Stato e con il progressivo ampliamento della platea delle imprese beneficiarie, anche in temporanea difficoltà (Bartiloro et al. 2012). Rimane comunque uno strumento poco conosciuto e non utilizzato appieno. Una possibile via per potenziarne il ruolo, è di permettere al FCG di fornire garanzie a favore degli investitori sui corporate bonds: questo potrebbe incentivare l'ingresso in Italia anche di soggetti esteri, attualmente già interessati al business dei mini-bond.
3. Cassa depositi e prestiti (CDP). CDP è una società per azioni a controllo pubblico: il Ministero dell'Economia e delle Finanze detiene l'80,1% del capitale, il 18,4% è posseduto da un gruppo di Fondazioni bancaria, il restante 1,5% è rappresentato da azioni proprie. La principale forma di raccolta è data dal risparmio postale. Dal 2009 interviene con erogazioni di fi-

- nanziamenti a medio e lungo termine alle PMI, via canale bancario secondo predeterminati plafond; dal 2010 partecipa a un fondo di private equity per le PMI (Fondo Italiano d'Investimento). Il rafforzamento degli interventi a favore delle PMI potrebbe riguardare sia la partecipazione a fondi con focus specifico nell'investimento in strumenti emessi dalle PMI o relative cartolarizzazioni, sia l'erogazione di garanzie su tali strumenti.
4. European Investment Bank (EIB) e European Investment Fund (EIF). Sono attive linee di intervento su specifici programmi a favore delle PMI dell'UE: prestiti, garanzie e equity financing (EIF). Per il medio e lungo termine (programma 2014-20), la Commissione Europea ha avanzato proposte per una nuova generazione di strumenti finanziari sia di breve che di medio-lungo termine per le PMI, sempre nell'ambito del credito, delle garanzie e dell'equity financing. Il ricorso da parte italiana è relativamente modesto se paragonato a quello di Francia e Germania: occorre in primo luogo agire su questo versante. Commissione Europea e EIB stanno inoltre lavorando su strumenti del tipo "risk sharing" (European Commission and the European Investment Bank Group 2013), con l'obiettivo di incanalare risorse derivanti da interventi della BEI e del FEI con risorse di intermediari nazionali specializzati per finanziare attività specifiche in aree prioritarie dell'UE. (Draghi 2013). Una ulteriore ipotesi riguarda l'acquisto di ABS da parte della Commissione e dell'EIB, anche per rivitalizzarne il mercato.
 5. Securitisation e covered bonds a valere su crediti che le banche erogano alle PMI. L'obiettivo è di rivitalizzare un mercato, in Italia tradizionalmente poco sviluppato, ma comunque fortemente penalizzato ovunque dalla crisi dei sub prime. A livello europeo si evidenzia la necessità intervenire in via regolamentare sugli aspetti che ostacolano la ripresa del mercato delle ABS, con iniziative per una securitisation trasparente e virtuosa a favore della generalità delle imprese, comprese quelle minori. L'obiettivo è di un framework omogeneo con altri strumenti su aspetti quali rischio, rating e durata (Draghi 2013). Per questi strumenti due sono gli aspetti da monitorare nell'immediato: il primo riguarda i requisiti affinché le banche possano utilizzare tali strumenti come collaterali per il rifinanziamento presso la BCE. Il secondo aspetto riguarda, nel caso italiano, la presenza di uno specifico sistema di garanzie che incentivi gli investitori istituzionali a comprare obbligazioni che hanno come sottostante i crediti bancari erogati alle piccole e medie imprese. In Italia è allo studio un intervento di modifica della legge 130 del 1999 sulle cartolarizzazioni per agevolare lo sviluppo dello strumento.
 6. Nuovi intermediari creditizi: i cosiddetti credit funds, ampiamente sviluppati in altri contesti tra cui gli USA. Tali fondi erogano credito alle PMI, previa due diligence, in seguito cartolarizzano il credito e lo vendono al

dettaglio. Il capitale dei fondi dovrebbe essere sottoscritto da investitori istituzionali. I credit funds rientrano tipicamente nell'ambito del cosiddetto "shadow banking system" e per la loro introduzione sono necessari interventi normativi mirati a definire il relativo perimetro regolamentare. E' allo studio una azione legislativa al riguardo che, se approvata in tempi brevissimi, potrebbe determinare un impatto elevato per il finanziamento delle imprese, convogliando il risparmio istituzionale.

7. Venture capital e private equity. In generale l'industria italiana dell'asset management è scarsamente sviluppata, ancor meno per quanto riguarda i veicoli specializzati nel finanziamento delle PMI. In parte questa situazione è spiegata dalla natura proprietaria di tipo familiare di molte piccole imprese italiane e dalla bassissima propensione del capitalismo familiare ad aprire il proprio capitale a investitori esterni. Un'altra motivazione è da ricercarsi nel tradizionale forte rapporto di dipendenza delle imprese dal credito bancario, rapporto peraltro oggi decisamente compromesso. Per superare questa situazione di emparse occorrono azioni di varia natura: da parte dei policy makers sul fronte fiscale per agevolare gli investitori istituzionali (intervento difficoltoso per lo stato della finanza pubblica); da parte di banche e altri intermediari, CDP e Fondazioni bancarie per promuovere questo tipo di veicoli; da parte delle banche per operare con una logica di affiancamento alla tradizionale attività creditizia di quella di accompagnamento delle imprese sul mercato. Tutto ciò richiede, a priori, una nuova consapevolezza da parte delle imprese della necessità di aprire il capitale a investitori esterni.
8. Investitori istituzionali. Il ruolo degli investitori istituzionali è in Italia molto modesto, rispetto agli altri paesi, nell'assunzione di capitale di rischio nelle imprese. Il potenziamento di tale ruolo, da attuarsi in primis con modifiche regolamentari, potrà avere un impatto molto importante nel medio termine per le imprese non quotate, soprattutto da parte del comparto assicurativo, con riferimento agli investimenti delle riserve tecniche. Proprio su questo aspetto è allo studio una modifica ai regolamenti da parte dell'organo di vigilanza, l'IVASS.
9. Crowdfunding: l'Italia è il primo paese europeo che si è dotato di una normativa ad hoc (Decreto Legge n. 179 del 18 ottobre 2012, cosiddetto Decreto Sviluppo 2.0, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 245 del 19 ottobre 2012 – Supplemento Ordinario n. 194) per lo sviluppo di piattaforme di crowdfunding. E' seguita la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 della Consob che ha emanato il regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte delle imprese start-up innovative tramite portali on-line (c.d. *equity crowdfunding*). In Italia tali piattaforme sono ancora ad uno stadio di sviluppo limitato rispetto a quello di altri paesi, ma il potenziale per la rac-

colta al dettaglio di capitale di rischio per le start-up innovative, alla luce delle nuove norme, è elevato.

La Tabella 7 sintetizza i principali obiettivi degli strumenti/azioni sopra introdotti, individuandone lo stato di attuazione e il possibile impatto nel breve termine.

Tabella 7 Strumenti e azioni per la creazione/rafforzamento di canali di finanziamento per le PMI alternativi al credito bancario

Targets of actions	Accesso al rifinanziamento BCE	Credito	Garanzie	Titoli coporate	Capitale di rischio	Grado di efficacia nel breve termine	Impatto potenziale sul credit crunch
Actions/New instruments/Intermediaries							
Corporate bonds - Mini bonds				X		+ per piccole imprese +++ per medio-grandi imprese	++++
Fondo di garanzia PMI			X			++	++++
Cassa Depositi e Prestiti		X	X		X	++	+++
EIB/EIF			X		X	+	+++
Credit funds		X				0	++++
Securitisation, ABS e Covered bonds	X	X		X		+	++
Venture capital e private equity					X	+	++++
Investitori istituzionali				X	X	0	++++
Crowdfundig					X	+	+++ per start-up innovative

0 Nessuno

+ Basso

++ Medio

+++Alto

++++ Molto alto

La gran parte di questi azioni (in parte ancora solo sulla carta) mira ad incidere su ben noti punti di debolezza dell'assetto del sistema finanziario italiano, puntando a una maggiore articolazione di mercati e intermediarie e strumenti, funzionali in particolare allo sviluppo dei mercati dei capitali per le PMI, sino ad ora trascurati a favore della tradizionale intermediazione bancaria (Banca d'Italia 2013 b).

Di seguito cercheremo di valutare le azioni proposte per lo sviluppo di mercati azionari e obbligazionari per le PMI, individuando i principali ostacoli in tal senso e le specifiche azioni da mettere in campo per superarli. Cercheremo inoltre di tracciare il ruolo che le banche possono assumere, per concretizzare il nesso banche-imprese-mercati, decisamente carente nel sistema bancario italiano.

Con le norme per lo sviluppo di commercial papers e di corporate bond per le imprese non quotate, le emissioni obbligazionarie di tali imprese hanno raggiunto volumi interessanti. Il fenomeno riguarda però le imprese di dimensioni medio grandi. Infatti i mini bond di per sé non risolvono il problema del flusso di finanziamenti alle imprese minori, per motivi legati sia alla domanda che all'offerta, che richiedono precise azioni da parte di diversi attori: imprese, intermediari e policy makers.

Offerta:

- *Ostacoli.* Le condizioni previste per l'emissione dei mini bond finiscono per escludere molte piccole imprese: status di SpA, fatturato superiore ai 2 milioni di euro, rating, bilancio certificato da una società di revisione.
- *Azioni per lo sviluppo.* E' necessario che vi sia consapevolezza da parte delle imprese minori, che costituiscono il tessuto connettivo dell'economia italiana, che il credito bancario è e sarà anche nel prossimo futuro, una risorsa scarsa e che quindi occorre attivare tutte le azioni necessarie per poter accedere al mercato obbligazionario, in linea con le caratteristiche di sopra indicate, in particolare certificazione del bilancio e disponibilità del rating.

Domanda:

- *Ostacoli.* Gli investitori ai quali si rivolgono i mini bond devono essere "qualificati", ma in Italia mancano investitori specializzati in questo tipo di titoli. Gli investitori richiedono generalmente strumenti liquidi, con rating e poco costosi dal punto di vista informativo, tutti elementi carenti quando l'offerta proviene da PMI che sono mediamente più piccole della media dei competitors europei. Le emissioni di mini bond per la gran parte delle PMI italiane non sarebbero quindi appetibili per gli investitori istituzionali, sia sotto il profilo della (scarsa) liquidità, sia per gli elevati costi informativi.

- *Azioni per lo sviluppo.*
 - Creazione di fondi con mission specifica per l'investimento in mini bond. In tal senso si sono già mosse alcune banche (es. Mediobanca).
 - Maggior attivismo degli investitori istituzionali italiani. Alcuni comparti sono meno sviluppati in Italia rispetto ad altri paesi (es. fondi pensione). Sarebbero opportuni interventi regolamentari per consentire a tali investitori, in particolare le assicurazioni a valere sulle riserve tecniche, una maggiore quota di investimento in titoli di società non quotate.
 - Ruolo attivo di CDP e Fondazioni bancarie nella creazione di fondi ad hoc per l'investimento in mini bond e nell'investimento diretto.
 - Ruolo attivo delle banche per facilitare l'accesso al mercato delle PMI.
 - Dal febbraio 2013 è operativo un segmento di Borsa Italiana, ExtraMOT Pro riservato agli strumenti di debito (obbligazioni e cambiali finanziarie) delle società non quotate.

Un approfondimento specifico merita il possibile ruolo delle banche. Con lo sviluppo del mercato obbligazionario corporate, si aprono interessanti opportunità per le banche nei ruoli di: advisory, underwriting, placement. Le fee derivanti da tali attività possono costituire una componente interessante del margine di intermediazione, in questa fase di declinante redditività. Ciò richiede lo sviluppo di specifiche competenze scarsamente presenti nelle banche italiane. Si tenga inoltre presente che, se da un lato lo sviluppo di tali attività rinsalda il rapporto banca impresa nella logica del nesso banca-impresa-mercati, dall'altro lato emerge un possibile problema di *crowding out* per le banche stesse: le imprese più idonee per programmi di emissioni sono infatti quelle con rating migliori che costituiscono attualmente quelle più appetibili per le erogazioni di credito.

Sempre in una logica di strumenti di mercato che agevolino l'accesso ai finanziamenti delle PMI, vanno considerate anche altre azioni complementari. In primo luogo la rivitalizzazione del mercato delle ABS che consenta il classamento di prodotti derivanti dalla securitisation da parte delle banche di tranches di credito alle PMI. In prospettiva, anche lo sviluppo di credit funds, fondi chiusi specializzati nell'investimento in obbligazioni societarie, cambiali finanziarie e in portafogli di crediti cartolarizzati potrà costituire un importante tassello.

6. Conclusioni

Dall'analisi precedente risulta sempre più evidente che in Italia il credito erogato all'economia reale è insufficiente in termini quantitativi, ma anche qualitativi. La forte dipendenza delle imprese italiane dal credito bancario, come emerge dal confronto internazionale, implica che rispetto ad altri paesi risultano acuiti gli effetti

del credit crunch. Sotto questo aspetto, vi sono evidenti fenomeni di razionamento del credito che interessano le tipologie di imprese che presentano le maggiori difficoltà di accesso a canali alternativi di finanziamento: le aziende minori, a cui ovviamente si associano le imprese innovative che anche in periodi lontani dalla crisi, presentando un percorso di crescita difficilmente sostenibile in chiave finanziaria, non risultano idonee ad essere finanziate dal canale bancario, soprattutto nei primi stadi del loro ciclo di vita. A rendere ancora più drammatica la situazione sono segnali di razionamento nell'ultimo periodo anche verso imprese considerate sane da un punto di vista del merito di credito.

Se pure il sistema bancario italiano aveva reagito meglio di altri alla prima fase della crisi (Venturelli 2012), dando prova di relativa robustezza, il perdurare della crisi sta mettendo a nudo problemi strutturali e fra questi vi è la difficoltà sempre più evidente a selezionare le aziende meritevoli di credito dalle altre e a sostenere la crescita delle imprese. Le stringenti regole imposte da Basilea 3 consentono di giustificare solo in parte questa tendenza; le ragioni di tale situazione vanno ricercate lontano, quando la ristrutturazione del sistema bancario italiano ha di fatto portato alla scomparsa di istituti specializzati nella valutazione delle imprese e delle loro prospettive di investimento. A ciò si aggiunge la perdurante mancanza di sviluppo di canali alternativi al credito bancario. La crisi ha fatto risaltare l'insufficiente sviluppo del mercato finanziario italiano, la scarsa rilevanza degli investitori istituzionali e i problemi collegati a mercati dei bond corporate poco sviluppati e di mercati monetari per le imprese (CP) praticamente inesistenti. C'è da chiedersi se questa non sia finalmente l'occasione per sviluppare tali canali. Questa esigenza è talmente pressante che quando l'UE ha chiuso la procedura d'infrazione dell'Italia per deficit eccessivo ha inserito tra le proprie raccomandazioni anche il sostegno alla creazione di canali di finanziamento non bancari.

Tra le fonti alternative si può individuare il nascente mercato dei mini-bond; questo mercato per decollare ha bisogno di due cose: investitori interessati a comprare obbligazioni di importo mini e un contesto normativo che agevoli il processo. Con riferimento al primo aspetto, la CDP, molte banche e Sgr italiane stanno lavorando per creare dei credit funds, fondi che hanno il compito di investire in mini-bond e che quindi possano indirettamente finanziare le imprese italiane. Più in generale, occorre risolvere il problema di come mettere l'enorme potenziale di finanziamento degli altri investitori istituzionali, in particolare delle imprese di assicurazione al servizio del sistema produttivo. Rimane comunque la responsabilità delle imprese per raggiungere le condizioni di trasparenza informativa e finanziaria tali da renderle "finanziabili": problema culturale di apertura del capitale sociale a investitori esterni.

Data la complessità e l'eterogeneità degli interventi e degli strumenti che devono essere azionati in una logica di complementarità e non di alternativa, è fondamentale il lavoro della cabina di regia da parte dei policy makers nazionali

(MEF e MISE), da basarsi anche sull'analisi delle esperienze estere più significative nei vari ambiti⁴, e in stretto coordinamento con iniziative a livello comunitario e in ambito FEI e BEI.

Bibliografia

Allen F., Gale D., 1995, "A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US", *European Economic Review*, 39.

Banca d'Italia 2013 a, *Rapporto di Stabilità finanziaria*, n. 5, Aprile.

Banca d'Italia 2013 b, Relazione Annuale, Roma, 31 Maggio.

Banca d'Italia 2013 c, *La recente analisi dei prestiti deteriorati condotta dalla Banca d'Italia: principali caratteristiche e risultati*, luglio 2013.

Banca d'Italia 2014, *Bollettino Economico*, n. 1, gennaio

Bartiloro, L. et al. 2012, *L'accesso al credito in tempo di crisi: le misure di sostegno a imprese e famiglie*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, (Occasional Papers), n. 111, gennaio.

Cosma, S., E. Gualandri (eds.) 2012 *The Impact of the Financial Crisis on Italian Banks*, in *The Italian Banking System and the Financial Crisis*, (eds) in Palgrave Macmillan Studies in Banking and Finance Institutions, Hampshire, England.

Cosma, S, E. Gualandri 2013, *The sovereign debt crisis: the impact on the intermediation model of Italian banks*. Paper presented at the annual Conference of the European Association of University Teachers in Banking and Finance, Wolpertinger, Gothenburg, 28-31 August 2013. CEFIN Working Paper, N. 42, October.

⁴ Diversi sono i paesi che stanno procedendo in questa direzione. Ad esempio, la Francia, con l'obiettivo di coordinare tutte le iniziative in materia di credito alle aziende minori, nel 2012 ha creato una Banque publique d'investissement; più di recente ha lanciato una proposta per ampliare ulteriormente i prestiti delle imprese di assicurazione alle piccole e medie imprese: agli attuali 216 miliardi (30 in più del 2008, si badi) se ne dovrebbero aggiungere altri 90.

De Mitri, S. et al. 2013, *Le microimprese in Italia: una prima analisi delle condizioni economiche e finanziarie*, Questioni di Economia e Finanza, (Occasional Papers), n. 162, aprile.

Draghi, M. 2013, *Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Introductory statement by Mario Draghi*, President of the ECB, Brussels, 8 July 2013.

Draghi, M. 2012, *The monetary policy of the European Central Bank and its transmission in the euro area*, *Speech by the President of the ECB*, Università Bocconi, Opening of the academic year 2012-2013, Milan 15 November 2012.

European Central Bank. “Survey on the access to finance of SMEs in the euro area (SAFE)”.

European Commission and the European Investment Bank Group 2013, *Supporting small and medium-sized enterprises in 2012*, A joint report of EC and EIB, 02/05/2013.

Gualandri E. e V. Venturelli. 2013. *The Financing of Italian Firms and Credit Crunch: Findings and Exit Strategies*, Paper presented at the annual Conference of the European Association of University Teachers in Banking and Finance, Wolpertinger, Gothenburg, 28-31 August 2013, CEFIN Working Paper, N. 41, October.

International Monetary Fund IMF 2013, *Article IV Consultation with Italy Concluding Statement of the IMF Mission*, July 4.

Neri, S. 2013 *The impact of the sovereign debt crisis on bank lending rates in the euro area*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n. 170, June.

Panetta, F. 2014. *Un sistema finanziario per la crescita*. Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia. Adam Smith Society, Milano 27 gennaio.

Panetta, F. 2013. *Il Credito e il Finanziamento delle Imprese*. Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia. Federazione delle Banche di Credito Cooperativo Lazio Umbria Sardegna, Roma 21 giugno.

Onado, M. 2013, “Credit crunch: quella regia ancora assente”. *Il Sole 24 Ore*. 14 Luglio 2013.

Rajan R., Zingales L., 2003, *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, in *European Central Bank, 2nd Annual Conference*, Frankfurt.

Venturelli, V. 2012 “Main features of the Italian Financial System” in Cosma S. and E. Gualandri (eds) *The Italian Banking System: Impact of the Crisis and Future Perspectives*, Palgrave Macmillan Studies in Banking and Finance Institutions, Basingstoke, England.