

# Problemi e Analisi

## La situazione finanziaria delle imprese italiane: quanto distanti da “Modigliani-Miller”?

di Giovanni Ajassa e  
Paolo Ciocca

**02**

2007  
Servizio Studi

## La situazione finanziaria delle imprese italiane: quanto distanti da “Modigliani-Miller”?

Giovanni Ajassa\*  
Paolo Ciocca\*

*maggio 2007*

### Riassunto:

Nello scorso quinquennio la struttura finanziaria delle imprese italiane è migliorata. Il peso del medio e lungo termine sul totale dei prestiti bancari contratti dalle società non finanziarie è cresciuto dal 48% del 2001 al 60% del 2006. Il costo medio dei debiti finanziari è sceso significativamente. Il miglioramento si è rivelato più sensibile per le imprese manifatturiere di medie dimensioni che sono state i principali attori della ripresa dell'economia italiana del 2006. Il graduale ritorno della politica monetaria della Bce ad una condotta meno accomodante pone le imprese italiane di fronte ad una nuova sfida. Risorse finanziarie aggiuntive saranno necessarie per continuare il processo di ristrutturazione avviato da importanti segmenti del sistema produttivo italiano e finalizzato a recuperare competitività sull'estero. Accanto all'autofinanziamento e al credito bancario, l'offerta di fondi nel sistema finanziario italiano dovrà essere ampliata e diversificata per dare più spazio alla quotazione in borsa e all'intervento di operatori di private equity e venture capital. Le prospettive economiche e finanziarie delle imprese trarranno giovamento da un sistema giudiziario più efficiente.

### 1. Le imprese non finanziarie nell'economia italiana

Le società non finanziarie (SNF) rappresentano la struttura portante di un moderno sistema economico. In Italia, il 52% del valore aggiunto totale dei settori istituzionali viene prodotto dalle imprese che ricadono nella definizione di società non finanziarie ovvero di imprese con oltre cinque dipendenti dedite ad attività produttive<sup>1</sup>. L'apporto delle società non finanziarie risulta ancora più elevato in Francia (56%) e in Germania (62%).

Non sono disponibili statistiche ufficiali specificamente atte a descrivere gli aspetti strutturali del mondo delle società non finanziarie italiane. Il limite inferiore di cinque addetti cade esattamente a metà del *range* utilizzato per definire le micro imprese nelle statistiche Istat. Nell'ambito delle micro imprese, le aziende con un unico proprietario e con un numero di addetti fino a cinque unità sono denominate “famiglie produttrici”. Le statistiche strutturali dell'Istat coprono quindi l'insieme delle famiglie produttrici (da 1 a 5 addetti) e delle società non finanziarie (sopra i 5 addetti). Tenendo a mente questa particolarità, i dati sul complesso delle imprese (famiglie produttrici e società

non finanziarie) operanti nell'industria e nei servizi non finanziari (v. tab. 1) sono comunque di grande aiuto per comprendere alcuni elementi strutturali della situazione italiana.

**Tabella 1 – Italia: indicatori strutturali delle imprese operanti nell'industria e nei servizi non finanziari (anno 2004)**

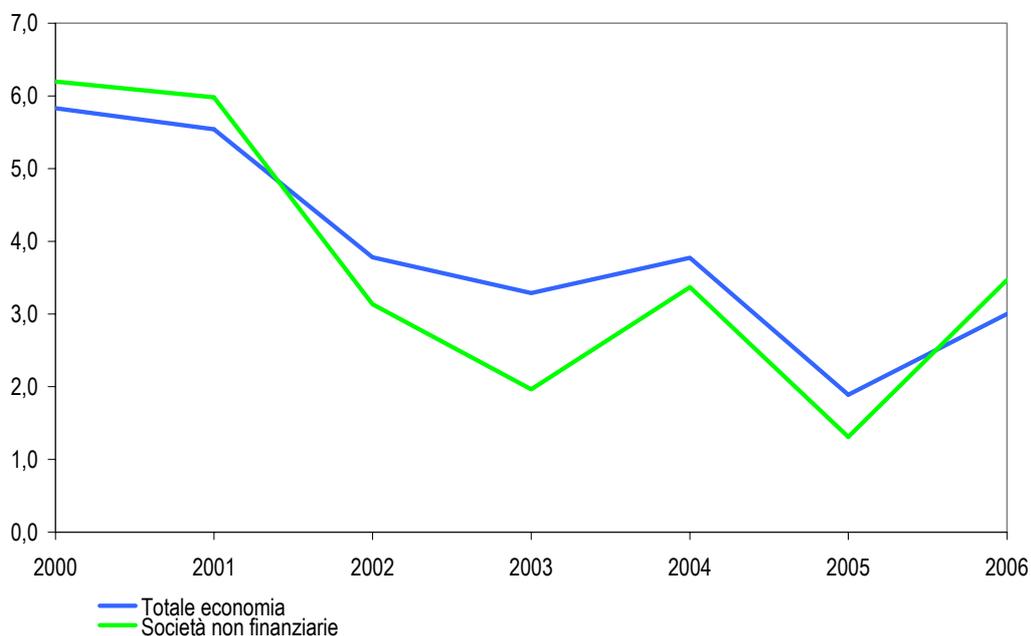
Dimensione	Numero di imprese	Numero di addetti	Fatturato per impresa (migliaia di euro)	Valore aggiunto per addetto (migliaia di euro)	Numero medio di addetti
Micro (1-9)	3.991.336	7.626.547	178	25,1	1,9
Piccole (10-49)	190.367	3.401.778	3.030	40,5	17,9
Medie (50-249)	20.960	2.002.145	21.558	49,6	95,5
Grandi (250+)	3.199	2.927.272	237.130	60,3	915,1
Totale	4.205.862	15.957.742	594	37,9	3,8

Fonte: Istat

I dati dell'Istat mostrano come la stragrande maggioranza delle aziende italiane appartenga alla classe micro, con meno di 10 dipendenti. Nel nostro paese operano circa 4 milioni di microimprese contro i 2,3 milioni e i 2,7 milioni operanti rispettivamente in Francia e in Germania. Il primato dell'Italia in termini di numerosità si riduce con il crescere delle dimensioni. Le medie imprese italiane (da 50 a 249 dipendenti) sono circa 21.000: una cifra quasi equivalente a quella registrata in Francia (25.000).

L'aumento delle dimensioni è correlato al miglioramento della produttività. Il valore aggiunto medio per dipendente nelle medie imprese è pari al doppio di quello realizzato dalle microaziende. La propensione media all'esportazione è più che doppia nelle medio-grandi rispetto alle piccole, con la quota di fatturato estero sul totale che cresce dal 13,7% al 32,3% passando dalla piccola alla medio-grande dimensione. Le società innovative sono il 33% del totale nel segmento delle imprese industriali di piccole dimensioni e il 55% tra le medie. Nel periodo di stagnazione che ha interessato l'Italia negli anni 2002-2005 le società non finanziarie hanno sperimentato una performance peggiore di quella dell'economia nel suo complesso, con un tasso di crescita del valore aggiunto settoriale inferiore a quello generale (v. fig. 1).

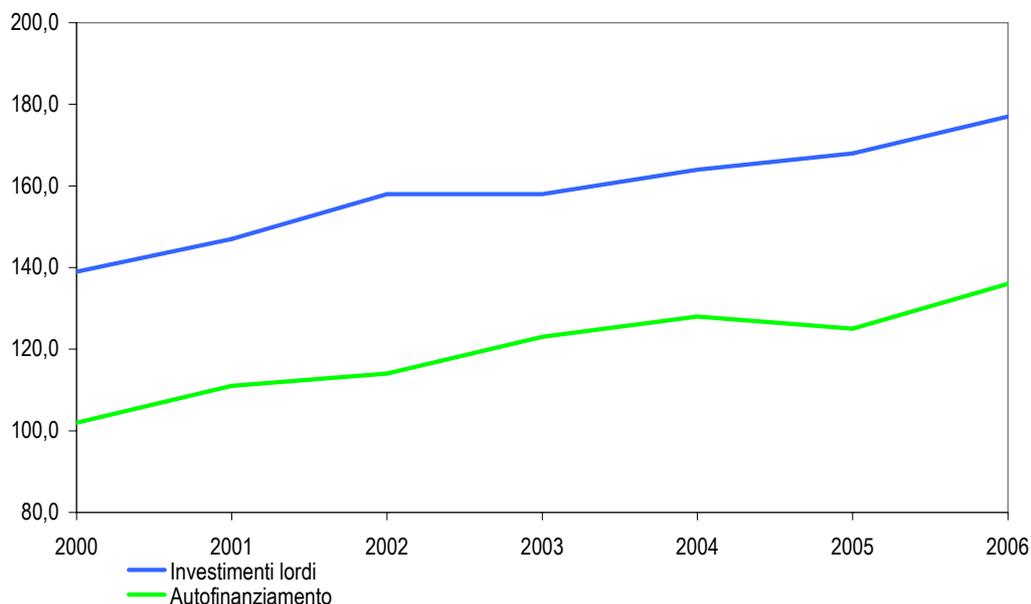
**Figura 1 – Crescita nominale del valore aggiunto:  
totale economia e imprese non finanziarie (a/a)**



Fonte: Istat (2000-2005) e stime BNL (2006)

La debolezza dell'attività economica ha influenzato le decisioni di investimento delle società non finanziarie. Il tasso di crescita delle spese in capitale fisso è risultato praticamente nullo nel 2003 e leggermente al di sopra del tasso d'inflazione nei due anni successivi. Una robusta ripresa si è registrata, invece, nel 2006, con le esportazioni che hanno riacquisito vigore (+5,5% a/a) e la crescita reale degli investimenti fissi tornata ampiamente positiva (+2,4%). La scomposizione della dinamica del Pil ci porta a ritenere che il tasso di crescita nominale del valore aggiunto prodotto dalle società non finanziarie possa essere aumentato al 3,5% nel 2006. Dopo una quasi stagnazione degli anni 2004-2005, gli investimenti del settore dovrebbero, dunque, essere cresciuti lo scorso anno di circa 10 miliardi di euro (v. fig. 2). Anche l'autofinanziamento dovrebbe aver sperimentato un sensibile incremento. Nel complesso, il recupero nell'accumulo di capitale fisso da parte delle società non finanziarie è stato favorito sia dal traino proveniente dalla positiva congiuntura internazionale che da alcuni miglioramenti di carattere strutturale riguardanti la situazione finanziaria delle imprese.

**Figura 2 – Investimenti lordi e autofinanziamento delle società non finanziarie italiane (miliardi di euro; prezzi correnti)**



Fonte: Istat (2000-2005) e stime BNL (2006)

## 2. Il miglioramento dei conti

Oltre alle statistiche sui conti economici nazionali pubblicate dall'Istat, informazioni aggiuntive sull'evoluzione della situazione finanziaria delle imprese italiane possono essere desunte analizzando i dati relativi ad un campione più ristretto di aziende. A tale proposito risulta di particolare interesse l'analisi annualmente condotta da Mediobanca su un campione di oltre 2 mila società tipicamente rappresentative dell'industria manifatturiera e delle imprese di servizi italiane<sup>2</sup>.

Sul complesso delle oltre 45 mila imprese industriali con 20 e più addetti censite dall'Istat nel 2001, il campione Mediobanca rappresenta il 31% degli occupati, il 44% del fatturato, il 43% del valore aggiunto e il 55% delle esportazioni. Nel terziario, la copertura sul fatturato è pari all'86% nei servizi pubblici, al 31% nei trasporti e al 19% nella distribuzione al dettaglio. Le aziende italiane con oltre 500 addetti sono censite nella quasi totalità. Il campione analizzato da Mediobanca è chiuso al fine di garantire la comparabilità dei dati nel tempo. Le singole società forniscono assistenza nel processo di aggregazione dei dati per assicurare l'accuratezza del processo.

**Tabella 2 – Principali voci del conto economico  
delle società non finanziarie italiane**

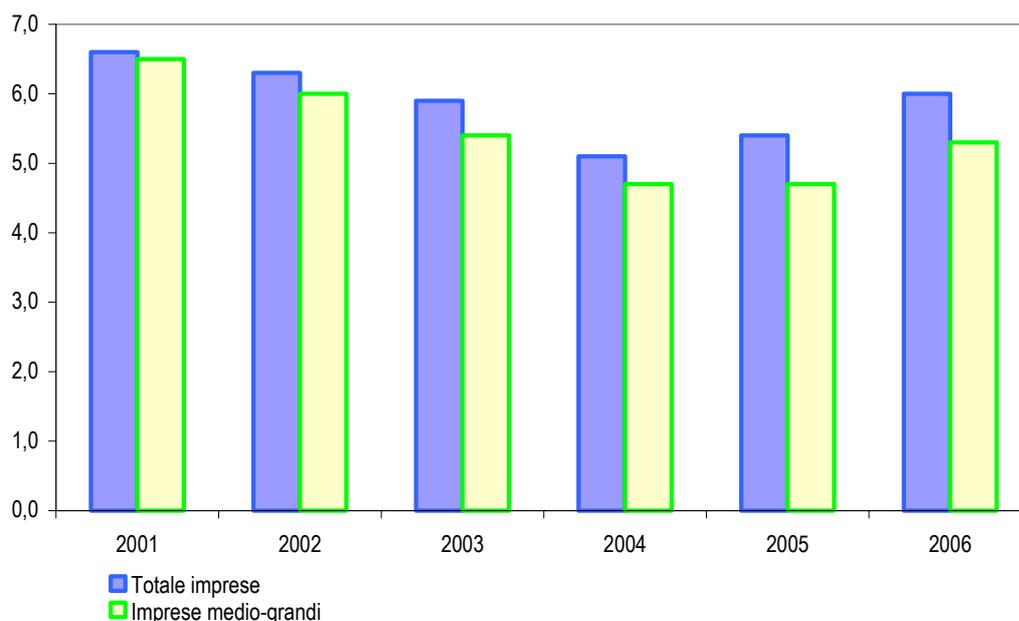
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Fatturato netto</b>										
<b>miliardi di euro</b>	314	336	342	358	420	433	430	443	477	513
<b>var. % annua</b>		7,0	1,8	4,7	17,4	3,1	-0,8	3,1	7,6	7,4
<b>Fatturato all'esportazione (in % totale)</b>	25,8	26,5	26,9	26,3	26,1	26,2	26,3	25,3	25,5	25,7
<b>Valore aggiunto/Fatturato netto</b>	31,3	30,4	31,1	29,9	27,4	27,2	26,7	27,0	26,7	24,8
<b>Margine operativo lordo/fatturato netto</b>	13,2	13,3	14,6	13,9	13,5	13,6	13,0	13,6	14,0	12,8
<b>Oneri finanziari/Fatturato netto</b>	4,0	3,2	2,5	2,2	2,5	2,7	2,8	2,7	2,4	2,4
<b>Risultato d'esercizio/Fatturato netto</b>	1,3	1,2	3,2	5,5	4,3	2,4	0,0	2,5	5,9	4,6
<b>R.O.E.</b>	2,6	2,5	6,3	12,4	9,0	4,4	0,0	4,2	6,1	8,2

Fonte: Mediobanca

Guardando ai dati cumulativi di conto economico del campione Mediobanca, l'effetto del rallentamento dell'economia italiana sulla performance delle imprese è chiaramente rintracciabile nell'evoluzione del fatturato. Le vendite nette hanno sperimentato, nel periodo considerato, un andamento "ad U", con il minimo registrato nel 2002, anno in cui il tasso di crescita del fatturato è risultato negativo (-0,8%, v. tab. 2). Dopo il momento di profonda difficoltà che aveva caratterizzato gli anni 2002-2003 le imprese hanno conseguito un recupero di redditività. L'incidenza del risultato netto sul fatturato è aumentata attestandosi intorno al 5-6% nel periodo 2004-2005. La redditività del capitale proprio, misurata dal ROE (*return on equity*), è cresciuta dal 4% del 2003, al 6% del 2004 e all'8% nel 2005, raggiungendo livelli soddisfacenti. Nel 2005 il rendimento di un titolo di stato decennale, che può essere considerato rappresentativo di un'attività priva di rischio, è risultato pari al 3,5%. Oltre alla ripresa economica il miglioramento della situazione delle imprese è stato favorito da condizioni finanziarie favorevoli. Risentendo a valle della condotta accomodante della politica monetaria da parte della Bce, gli oneri finanziari pagati dalle società non finanziarie italiane si sono gradualmente, ma significativamente, ridotti. Secondo le aggregazioni effettuate da Mediobanca, il campione di imprese considerate ha beneficiato di una riduzione del costo medio dell'indebitamento dal 6,6% del 2001 al 5,1% del 2004 (v. fig. 3). La

riduzione è apparsa ancora più consistente nel segmento delle medie imprese per le quali l'onere medio del debito finanziario è sceso passato dal 6,5% al 4,7%.

**Figura 3 – Oneri finanziari sostenuti dalle società non finanziarie italiane (%)**



Fonte: Mediobanca (2001-2005) e stime BNL (2006)

Il graduale cambiamento nell'orientamento della politica monetaria, iniziato nel 2005, ha avuto un effetto limitato sui costi medi di finanziamento delle imprese. Il costo del debito bancario, pur adeguandosi agli aumenti dei tassi ufficiali, si è mantenuto su valori storicamente contenuti. Secondo le statistiche della Banca d'Italia, tra il minimo registrato nel novembre del 2005 e il valore di febbraio 2007, il tasso medio sui debiti a breve termine delle imprese è salito dell'1%, a fronte di un aumento dei tassi ufficiali dell'1,5%. Secondo nostre stime, nel 2006 il costo dell'indebitamento per le 2010 società del campione Mediobanca dovrebbe essere aumentato, avvicinandosi al 6% (al 5,3% nel caso delle medie imprese).

### 3. L'indebitamento: si allunga la scadenza media

Il rallentamento della produzione industriale verificatosi nei primi mesi del 2007 segnala come la ripresa dell'economia italiana debba ancora consolidarsi. I

prossimi mesi saranno cruciali per stabilire se la fase di sviluppo manifestatasi nel 2006 abbia carattere strutturale e sia, quindi, sostenibile o se, invece, si tratti solo di una falsa partenza. Un punto fondamentale sarà rappresentato dall'intensità del processo di accumulazione del capitale fisso. La virtuosa trasformazione delle imprese manifatturiere italiane evidenziata dai positivi risultati nel 2006 delle esportazioni dovrà essere trasferita agli altri settori, in particolare nel comparto dei servizi. Nuovi investimenti saranno, dunque, necessari per accrescere la produttività e rafforzare la competitività. Una solida ed equilibrata struttura finanziaria consentirà alle imprese di trovare un'adeguata copertura per questi nuovi investimenti.

**Tabella 3 – Attività e passività finanziarie delle società non finanziarie italiane (miliardi di euro)**

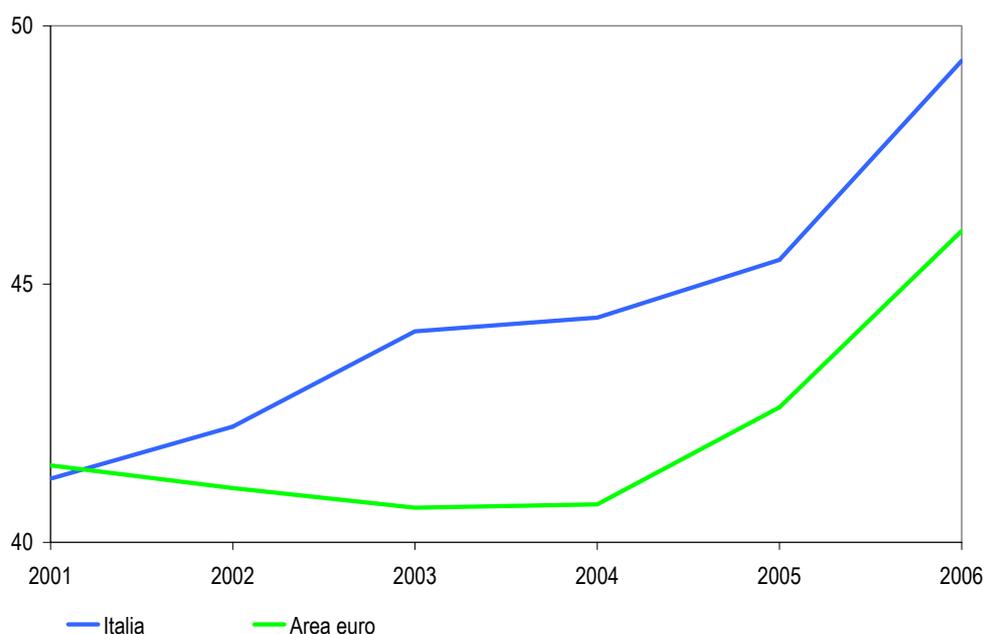
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Q3 2006
<b>Totale attività</b>	664	771	977	1.157	1.088	1.016	1.091	1.259	1.397	1.436
<i>di cui:</i>										
biglietti, depositi e titoli	141	147	156	171	167	175	182	211	248	261
azioni e partecipazioni	248	325	498	661	580	468	518	616	697	713
crediti commerciali	235	248	269	263	275	316	330	349	337	327
<b>Totale passività</b>	1.408	1.580	1.961	2.173	2.162	2.169	2.243	2.487	2.646	2.675
<i>di cui:</i>										
debiti bancari a b.t.	238	239	244	275	292	288	287	281	284	296
debiti bancari a m./l.t.	161	173	189	206	223	253	296	329	356	391
titoli	20	24	20	21	33	42	45	59	61	68
debiti commerciali	219	231	249	238	248	291	305	322	311	302
azioni e partecipazioni	603	739	1.053	1.200	1.115	1.039	1.043	1.216	1.319	1.306
<b>SALDO</b>	-744	-809	-983	-1.016	-1.074	-1.153	-1.151	-1.228	-1.249	-1.239

Fonte: elaborazioni BNL su dati Banca d'Italia

La struttura finanziaria delle imprese italiane ha subito negli anni profondi cambiamenti. In Italia, nell'ultimo decennio si è assistito ad un allungamento della durata media dell'indebitamento. Nel 1997, mentre il debito bancario a breve termine rappresentava il 30% del totale delle passività finanziarie delle società non finanziarie al netto dei mezzi propri, quello a medio lungo termine garantiva la copertura di solo il 20% del fabbisogno complessivo. Nel 2006 (i dati relativi ai conti finanziari dei settori istituzionali sono disponibili solo per il III trimestre: v. tab. 3) la situazione sembra essersi invertita: il peso del debito bancario a medio e lungo termine è cresciuto, avvicinandosi al 30%, mentre il

breve termine rappresenta non più del 22% del totale delle passività finanziarie al netto dei mezzi propri. Limitando l'analisi alle sole passività bancarie, alla fine del 2006 il peso del medio e lungo termine sull'indebitamento bancario totale delle società non finanziarie italiane è cresciuto al 60% rispetto al 48% del 2001. Rimane, comunque, al di sotto del valore medio dell'intera area dell'euro che è pari al 70%. L'esposizione bancaria complessiva delle società non finanziarie italiane, considerando sia il breve che il medio e lungo termine, è cresciuta in maniera significativa negli ultimi cinque anni. In relazione al Pil, l'indebitamento bancario delle società non finanziarie è passato dal 41,2% del 2001 al 49,3% del 2006. L'area dell'euro ha viceversa sperimentato un minore incremento (dal 41,5% al 46%: v. fig. 4).

**Figura 4 – Debiti bancari delle società non finanziarie italiane (% del Pil)**



Fonte: elaborazioni BNL su dati Banca d'Italia, Istat, Bce, e Eurostat

L'analisi della struttura finanziaria evidenzia come le obbligazioni societarie continuano a svolgere un ruolo ancora poco rilevante nel finanziamento delle imprese italiane. A settembre 2006 le obbligazioni ammontavano a 68 miliardi di euro, pari al 5% del totale delle passività delle società non finanziarie al netto dei mezzi propri. Nel corso dell'intero 2006, le emissioni nette di

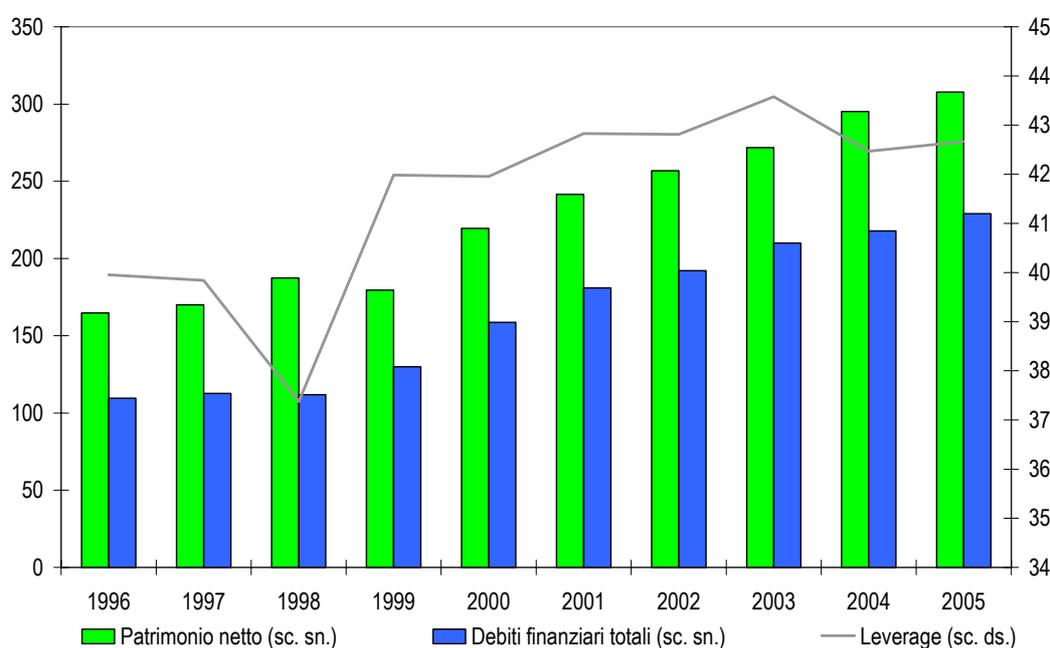
obbligazioni societarie sono state pari in Italia a 4,4 miliardi di euro a fronte dei circa 83 miliardi di emissioni nette effettuate dal sistema bancario e finanziario. In un tale contesto la disponibilità di un credito bancario abbondante e a prezzi ragionevoli dovrebbe favorire la realizzazione dei nuovi investimenti in capitale fisso. Le aziende trarranno giovamento da una struttura finanziaria più equilibrata grazie al maggior peso assunto dal debito a medio e lungo termine. Il supporto del medio-termine appare ancora più rilevante in uno scenario monetario destinato a divenire meno espansivo. Con una Banca centrale europea attesa aumentare ulteriormente il tasso di riferimento, i debiti a breve espongono maggiormente l'azienda al rischio di un rifinanziamento a costi maggiori. Le società non finanziarie italiane appaiono oggi in una condizione migliore di quella nella quale si trovavano negli anni passati. Permangono, comunque, problemi strutturali da risolvere. Lo spostamento verso il medio e lungo termine non è, infatti, dipeso solo da un diverso orientamento della domanda ma anche da cambiamenti nelle politiche dell'offerta di credito.

Come alcune analisi strutturali<sup>3</sup> hanno chiaramente illustrato, in Italia il processo di allungamento della scadenza media del debito bancario tende a concentrarsi in alcune specifiche tipologie di aziende.

Una relazione positiva tra l'incidenza dei debiti a lunga scadenza da una parte e, dall'altra, la dimensione, l'età e la dotazione di capitale fisso di un'impresa può essere interpretata come una dimostrazione dell'esistenza di asimmetrie informative nell'offerta di finanziamenti, quanto meno per le imprese nuove o di piccole dimensioni. La tendenza ad utilizzare la dimensione, l'età e il valore delle attività tangibili come indicatori della qualità creditizia delle imprese può anche essere la conseguenza di inefficienze nell'amministrazione del diritto delle imprese. L'esistenza di alti costi per l'attivazione delle procedure esecutive previste dai contratti di finanziamento, oltre ai bassi tassi di recupero nel caso di *default*, possono indurre i finanziatori a concentrare l'offerta di fondi sugli impieghi meno rischiosi (perché concessi ad imprese più grandi, più longeve e più solide patrimonialmente). Il problema delle asimmetrie informative aiuta a comprendere l'importanza che in Italia riveste il credito commerciale la cui consistenza era pari a circa 300 miliardi di euro a settembre 2006, il 22% del totale delle passività finanziarie delle società non finanziarie al netto dei mezzi propri. Il credito commerciale rappresenta una sorta di finanziamento in natura che avviene mediante la fornitura di input specifici piuttosto che denaro. Si caratterizza per un grado di autotutela maggiore rispetto a quello di altri

strumenti finanziari a breve termine che lo rende meno esposto ai rischi di inefficienze e ritardi nei meccanismi della giustizia civile che regolano la fase della crisi e del fallimento delle imprese. L'importanza del credito commerciale aumenta, quindi, nei paesi in cui la tutela legale dei creditori risulta minore. Questo spiegherebbe il peso che questa forma di finanziamento ha nella struttura finanziaria delle imprese italiane<sup>4</sup>.

**Figura 5 – Il leverage delle società non finanziarie italiane  
(%; patrimonio netto e debiti finanziari totali in miliardi di euro)**



Fonte: elaborazioni BNL su dati Mediobanca

Un'ulteriore evidenza dell'importanza che i fattori dell'offerta hanno avuto nell'orientare la riorganizzazione della struttura finanziaria delle società non finanziarie italiane emerge dal fatto che l'allungamento della scadenza media dell'indebitamento è stato affiancato da una sostanziale stabilità del grado di indebitamento (*leverage*)<sup>5</sup>. Calcoli effettuati sui dati del campione Mediobanca, disponibili fino al 2005, mostrano come il *leverage* delle società non finanziarie italiane sia rimasto negli ultimi cinque anni stabile all'interno del range 40-43% (v. fig. 5). In un contesto di asimmetrie informative<sup>6</sup>, una tendenza alla stabilizzazione del leverage e una rimodulazione del credito verso il medio-lungo termine possono riflettere un atteggiamento di prudente controllo del

rischio creditizio dal lato dell'offerta di finanziamenti. L'esperienza italiana degli ultimi anni sembra confermare tale orientamento.

Accanto alle asimmetrie dei mercati esistono, in Italia, importanti peculiarità geografiche. Da dicembre 2006 a febbraio 2007 il tasso di crescita degli impieghi bancari vivi alle società non finanziarie italiane è quasi raddoppiato passando dal 6,3% al 12,1%. Circa 55 dei 70 miliardi di euro di nuovi finanziamenti erogati lo scorso anno sono stati concessi alle imprese con 20 e più addetti operanti nel centro nord<sup>7</sup>.

Nell'insieme, l'evoluzione dell'indebitamento bancario delle imprese italiane rispecchia la crescente domanda stimolata dalla ripresa economica, che nel 2006 è stata trainata in particolare dagli investimenti in capitale fisso delle imprese industriali più grandi e innovative. La concentrazione che caratterizza l'offerta finanziaria italiana evidenzia gli spazi esistenti per ampliare il ventaglio dei prodotti di finanziamento e l'insieme degli attori che potrebbero essere coinvolti nel fornire sostegno ad una ripresa economica più duratura.

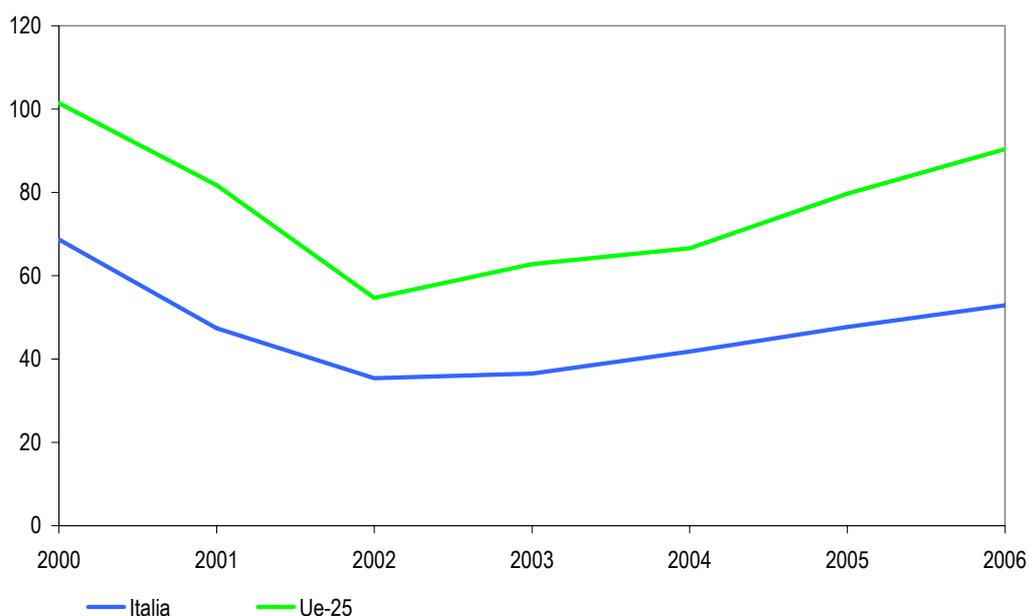
#### **4. Conclusioni: riagganciare l'Europa**

Pur essendo la terra di origine di uno dei due coautori della celebre proposizione sull'irrelevanza della struttura finanziaria delle imprese<sup>8</sup>, l'Italia rimane un paese dove fonti, usi e costi del capitale contano nell'influenzare i risultati e le prospettive dell'industria. Negli ultimi anni, le imprese italiane hanno tratto notevole giovamento da un costo del finanziamento degli investimenti divenuto più vantaggioso. Grazie alla lunga fase caratterizzata da bassi tassi d'interesse e da condizioni del credito distese, le società non finanziarie italiane hanno ristrutturato il loro debito finanziario allungando la scadenza media della componente bancaria e riducendo il servizio reale del debito. L'autofinanziamento è aumentato. Il grado di indebitamento si è stabilizzato dopo il forte incremento degli anni Novanta. Nel complesso, una più equilibrata struttura finanziaria ha aiutato le imprese italiane nell'affrontare la realizzazione dei nuovi investimenti. Nel 2006, gli investimenti fissi sono cresciuti del 2,4% a/a ed hanno contribuito per lo 0,5% alla crescita complessiva del Pil (1,9%).

Guardando al futuro, nuove ed importanti sfide interesseranno sia la domanda che l'offerta di finanziamento alle società non finanziarie. Dal lato della domanda, il processo di ristrutturazione del sistema produttivo italiano,

necessario per fronteggiare la sfida sulla competitività, è solo all'inizio e per il futuro richiederà alle imprese ulteriori investimenti con conseguenti nuove risorse finanziarie. La risposta dal lato dell'offerta dovrà essere caratterizzata da un ampliamento e da una diversificazione delle forme di finanziamento messe a disposizione. Le banche italiane stanno completando la transizione verso una nuova cultura nella concessione del credito, conforme agli indirizzi di Basilea II, focalizzata sul rating delle singole imprese e su un'accurata valutazione dei progetti da finanziare. Questo dovrebbe contribuire a ridurre il grado di asimmetria informativa e i problemi di *moral hazard* nel mercato del credito.

**Figura 6 – Il valore della capitalizzazione della borsa italiana in rapporto al Pil (%)**



Fonte: elaborazioni BNL su dati Borsa Italiana, Istat e Eurostat

Oltre le banche, altri settori dell'industria finanziaria italiana dovranno compiere passi in avanti. La borsa ha spazi per accrescere la propria capacità di canalizzare risorse finanziarie. Nel 2006, i capitali raccolti in Italia tramite emissioni di azioni (considerando sia nuove quotazioni che aumenti di capitale di società già quotate) sono risultati pari a solo 10,4 miliardi di euro. Le nuove quotazioni sono state 21 rispetto alle 15 dell'anno precedente. A dicembre

2006 il numero delle imprese quotate (311) alla Borsa di Milano rappresentava solo l'1,3% delle 24.000 imprese italiane con 50 e più dipendenti. Il rapporto tra la capitalizzazione di borsa e il Pil, sebbene cresciuto nel 2006 dal 48% al 53%, rimane ampiamente inferiore a quello della Ue-25 (90,4%, v. fig. 6). C'è quindi ampio spazio per aumentare la quota delle medie imprese innovative e competitive che decidono di andare sul mercato. Allo stesso tempo, c'è ampio spazio per accrescere gli investimenti delle società di *private equity* e *venture capital* operanti in Italia, che nel 2006 sono risultati pari a 3,7 miliardi di euro, con solo una piccola parte destinata al finanziamento delle *start-up*.

Ultimo, anche se non in ordine di importanza, l'agenda per un più ampio ed efficiente finanziamento delle società non finanziarie italiane non può non prevedere una profonda riduzione dei costi e dei tempi connessi con l'attivazione delle procedure esecutive relative ad inadempimenti contrattuali. In Italia i costi derivanti da fallimenti aziendali rimangono più alti di quelli riscontrabili in qualsiasi altro paese della Ue<sup>9</sup>. Andranno valutati con attenzione gli effetti della recente riforma del diritto fallimentare (Dlgs 5/2006) che ha ridotto il novero dei soggetti potenzialmente fallibili.

Per l'Italia l'idea di Modigliani-Miller di mercati del credito perfetti, di assenza di costi di fallimento e di una conseguente neutralità della finanza<sup>10</sup> rimane un'illuminante utopia. La costruzione teorica è, però, un potente strumento pedagogico che spinge a ragionare e lavorare sull'elenco di cosa occorre realizzare per avvicinare la realtà imperfetta al modello. In Italia come altrove rendere la finanza più ampia ed efficiente rimane essenziale per estendere l'orizzonte della crescita dell'economia.

---

\* Gli autori ringraziano Philippe d'Arvisenet ed Eric Vergnaud per lo stimolo ricevuto a confrontarsi con il tema oggetto di analisi e Simona Costagli e Carla Russo per l'aiuto e i suggerimenti ricevuti nella predisposizione dei dati economici e creditizi. Un versione in inglese e francese del lavoro è stata pubblicata sul numero 16 del settimanale *EcoWeek* della Direzione "Etudes Economiques" di BNP Paribas. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della Banca.

<sup>1</sup> Secondo la definizione dei settori istituzionali fornita dall'Istat, le società non finanziarie comprendono tutte le imprese con oltre cinque dipendenti che svolgono attività produttive di carattere non finanziario nella forma di società di capitali, società cooperative, società di persone, società semplici e imprese individuali.

<sup>2</sup> Mediobanca, « Dati cumulativi di 2010 società italiane », agosto 2006.

<sup>3</sup> S. Magri, « Debt maturity of Italian firms », *Temi di discussione, Banca d'Italia*, n. 574, gennaio 2006.

---

<sup>4</sup> A. Carmignani, «Funzionamento della giustizia civile e struttura finanziaria delle imprese: il ruolo del credito commerciale», *Temi di discussione, Banca d'Italia*, n. 497, giugno 2004.

<sup>5</sup> Il grado di indebitamento, o leverage, indica il rapporto tra il totale dei debiti finanziari e la somma degli stessi debiti finanziari con i mezzi propri.

<sup>6</sup> Vd. S. Magri, *ibidem*.

<sup>7</sup> Stime basate su recenti statistiche pubblicate dalla Banca d'Italia. Vd. Banca d'Italia, «Bollettino economico», n. 48, marzo 2007.

<sup>8</sup> Il riferimento è al premio Nobel Franco Modigliani.

<sup>9</sup> Secondo stime della Confindustria, in Italia la durata media delle procedure fallimentari era pari a otto anni nel 2005, con un tasso di recupero dei crediti del 14% e costi legali che assorbivano il 5% dell'ammontare iniziale del credito.

<sup>10</sup> M. Pagano, «The Modigliani-Miller theorems: a cornerstone of finance», *BNL Quarterly Review*, vol. LVIII, n. 233-234, giugno-settembre 2005, pp.237-47.

BNL Edizioni S.r.l.

Via S. Basilio 48 – 00187 - Roma

Direttore Responsabile: Giovanni Ajassa

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 471/86 del 15.10.1986

Riproduzione consentita citando la fonte.

Stampato in proprio c/o BNL, Via San Basilio 48, 00187 - Roma

Roma, maggio 2007

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.