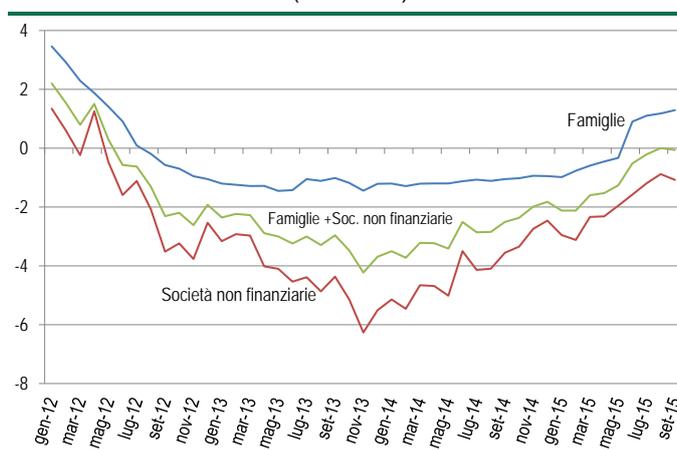


focus

settimanale del Servizio Studi BNL

Andamento dei prestiti in Italia (var % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

Da tre mesi lo stock dei **prestiti alle imprese non finanziarie** registra nell'eurozona una crescita marginale ma comunque positiva. L'Italia non si trova ancora in questa fortunata situazione ma l'intensità della contrazione (-1,1% a/a a settembre) si è visibilmente ridotta nei mesi più recenti: sei mesi fa la flessione ancora superava il 2%, un anno fa era appena scesa sotto il 4%.

Anche per effetto delle politiche espansive adottate dalla Bce, il finanziamento bancario è tornato più competitivo, con inevitabili riflessi sull'attività del mercato dei corporate bond. A livello di intera eurozona le emissioni nette (in euro e con scadenza oltre un anno) sono diminuite a/a di oltre un terzo (-35%). In Italia, ove la diminuzione del costo dei (nuovi) prestiti alle imprese è stata più ampia, il flusso dei rimborsi eccede le nuove emissioni.

Oltre che ad una maggiore **diversificazione delle fonti di indebitamento**, la correzione più importante cui sono chiamate le imprese italiane riguarda la base patrimoniale. Tra il 2011 e il 2014 la leva finanziaria è in media diminuita di sei punti percentuali. Un'indagine condotta sui bilanci 2013 ha evidenziato che quasi tre imprese su quattro hanno aumentato il proprio patrimonio netto rispetto all'anno precedente, un incremento realizzato prevalentemente con il reinvestimento dell'utile prodotto.

40

20 novembre
2015

Direttore responsabile:
Giovanni Ajassa
tel. 064 7028414
giovanni.ajassa@bnlmail.com



BNL
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca per un mondo che cambia

Spiragli di sereno nel finanziamento delle imprese italiane

S. Carletti ☎ 06-47028440 – silvano.carletti@bnlmail.com

La timida ripresa economica in atto nel nostro Paese sta producendo un risveglio della domanda di finanziamenti da parte delle imprese, un'evoluzione che sembra trovare favorevoli riscontri non solo nel circuito bancario ma anche in quello extra-bancario.

Secondo le statistiche dell'Eurosistema, da tre mesi lo stock dei prestiti alle imprese non finanziarie registra nell'insieme dell'eurozona una crescita marginale ma comunque positiva. L'Italia non si trova ancora in questa fortunata situazione ma l'intensità della contrazione (-1,1% a/a a settembre) si è visibilmente ridotta nei mesi più recenti: sei mesi fa la flessione ancora superava il 2%, un anno fa era appena scesa sotto il 4%.

Sulla dinamica del credito verso le diverse componenti del sistema produttivo pesa ovviamente il diverso livello del rischio di credito. Il tasso di decadimento rimane ancora molto elevato (4,4%), sfiorando la doppia cifra (9,2%) per il settore delle costruzioni. Il dato medio più recente (metà 2015) è quasi 4 volte quello registrato prima dello scoppio della crisi (metà 2007); le imprese manifatturiere sono a 2,3 volte; per le costruzioni e le attività immobiliari si sale a quasi 7 volte.

Anche per effetto delle politiche espansive adottate dalla Bce, il finanziamento bancario è tornato più competitivo, con inevitabili riflessi sull'attività del mercato dei corporate bond. A livello di intera eurozona le emissioni nette (in euro e con scadenza oltre un anno) sono diminuite a/a di oltre un terzo (-35%). In Italia, ove la diminuzione del costo dei (nuovi) prestiti alle imprese è stata più ampia, il flusso dei rimborsi eccede le nuove emissioni.

Oltre che ad una maggiore diversificazione delle fonti di indebitamento, la correzione più importante cui sono chiamate le imprese italiane riguarda la base patrimoniale. Tra il 2011 e il 2014 la leva finanziaria è in media diminuita di sei punti percentuali. Un'indagine condotta sui bilanci 2013 ha evidenziato che quasi tre imprese su quattro hanno aumentato il proprio patrimonio netto rispetto all'anno precedente. L'incremento è stato realizzato prevalentemente con il reinvestimento dell'utile prodotto, una scelta che la normativa ACE (Aiuto alla crescita economica) sembra aver decisamente incentivato.

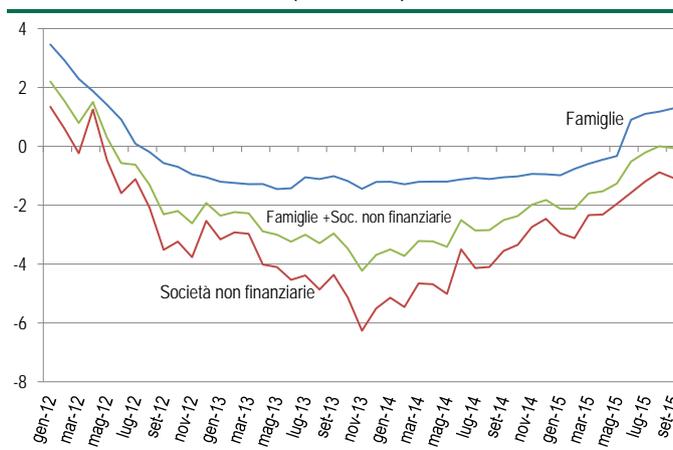
Ripresa economica e dinamica del credito

La timida ripresa economica in atto nel nostro Paese trova sempre più chiari riscontri nella dinamica del credito. Nel terzo trimestre di quest'anno, infatti, l'insieme dei prestiti a famiglie e imprese non finanziarie ha registrato una variazione a/a solo marginalmente negativa (-0,1%), il miglior risultato negli ultimi tre anni. Il miglioramento del trend è fuori discussione. Per una parte non trascurabile è però anche il riflesso di un mutamento non riconducibile alla congiuntura economica: alcuni importanti operatori del credito al consumo hanno modificato il loro status legale (da società finanziarie a banche), circostanza che ha determinato un allargamento della platea delle istituzioni sottoposte a rilevazione.

In questa sede si intende concentrare l'attenzione sul finanziamento delle imprese. Il risveglio della domanda sollecitato dalla congiuntura economica sembra trovare favorevoli riscontri non solo nel circuito bancario ma anche in quello extra-bancario. Uno degli aspetti che può essere utile mettere a fuoco è se gli interventi espansivi della Bce hanno migliorato le condizioni di finanziamento delle imprese. Nell'insieme la risposta che si sta delineando sembra tendenzialmente positiva.

Andamento dei prestiti in Italia

(var % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi Bnl su dati Bce

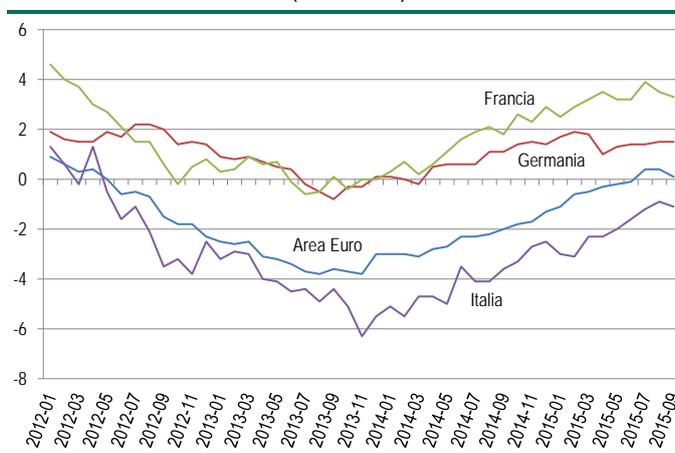
Per stimolare l'avvio di un solido processo di ripresa e contemporaneamente allontanare il rischio-deflazione la Bce sta procedendo all'immissione di un'imponente massa di liquidità monetaria attraverso due programmi, il TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) e il Quantitative Easing. Nei suoi primi cinque appuntamenti (l'ultimo a fine settembre 2015) il TLTRO ha messo a disposizione del sistema bancario europeo €400 miliardi, dei quali €111 miliardi affluiscono alle banche italiane. L'ammontare di risorse aggiuntive che il TLTRO ha effettivamente fornito al circuito bancario è inferiore a questi due importi poiché con esse si è (in parte) provveduto a rimborsare precedenti finanziamenti della Bce. Da parte sua, il QE, arrivato all'ottavo mese, ha prodotto evidenti riflessi per le attività economiche: indebolendo il rapporto di cambio dell'euro, spingendo al ribasso i tassi d'interesse offerti dai titoli di stato e di conseguenza l'intera struttura dei rendimenti finanziari (secondo una recente rilevazione il 40% del mercato obbligazionario dell'area euro è a rendimento negativo). La correzione al ribasso della struttura dei rendimenti prodotta dal QE, tuttavia, ha appannato la convenienza delle banche ad accedere ai finanziamenti TLTRO.

Secondo le statistiche dell'Eurosistema, da tre mesi lo stock dei prestiti alle imprese non finanziarie registra nell'insieme dell'eurozona una crescita marginale ma comunque positiva (+0,1% a/a a settembre 2015). La metà dei paesi che compongono l'area propone una variazione positiva (Germania +1,5%, Francia +3,3%). L'Italia non fa parte di questo insieme ma l'intensità della contrazione (-1,1% a/a a settembre) si è visibilmente ridotta nei mesi più recenti: sei mesi fa la flessione ancora superava il 2%, un anno fa era appena scesa sotto il 4%.

Rispetto ad un anno fa la consistenza dei prestiti in essere verso le società non finanziarie risulta diminuita di €20 miliardi. Le statistiche della Banca d'Italia evidenziano come la contrazione dell'aggregato sia la sintesi di andamenti piuttosto diversi. Crescono, infatti, i finanziamenti all'agricoltura (+1,3%), al commercio (+1,7%) e alle imprese manifatturiere (+0,4%). Se la prima branca ha un peso complessivamente contenuto (2%) ben più rilevante è il contributo della seconda (16%) e soprattutto della terza branca (26%). Decisamente negativo, invece, si conferma l'andamento delle costruzioni (-4,1% a/a) e delle attività immobiliari (-4,2%), comparti che congiuntamente contribuiscono per circa un terzo all'aggregato totale.

Andamento dei prestiti alle imprese nell'area euro

(var % a/a)



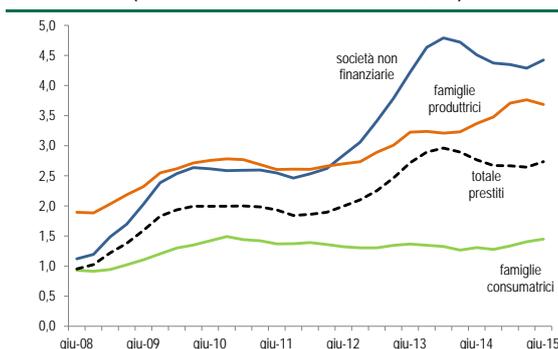
Fonte: Bce

Importanti differenze nel sistema imprese

Sulla dinamica del credito verso le diverse componenti del sistema produttivo pesa ovviamente il diverso livello del rischio di credito. Il tasso di decadimento¹ rimane ancora molto elevato (4,4% a giugno 2015, ultimo disponibile), sfiorando la doppia cifra (9,2%) per il settore delle costruzioni. Il dato medio più recente (metà 2015) è quasi 4 volte quello registrato prima dello scoppio della crisi (metà 2007); le imprese manifatturiere sono a 2,3 volte; per le costruzioni e le attività immobiliari invece si sale a quasi 7 volte.

Tasso di decadimento dei prestiti

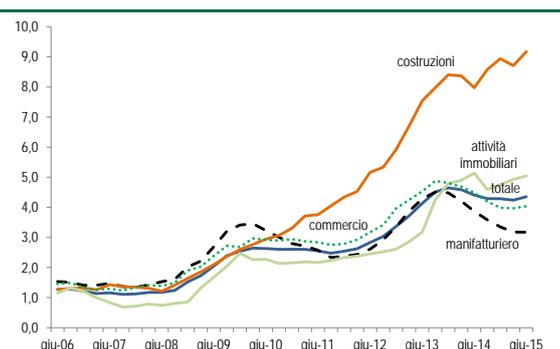
(dati trimestrali annualizzati, %)



Fonte: Banca d'Italia

Tasso di decadimento dei prestiti alle imprese per branca produttiva

(dati trimestrali annualizzati, %)



Fonte: Banca d'Italia

Alla più recente verifica (giugno 2015) l'insieme dei prestiti non regolari alle società non finanziarie (da quelli scaduti e sconfinanti, alle partite incagliate e alle sofferenze) ammontava a €230 miliardi, dei quali €140 mld sofferenze (rispettivamente, il 29% e il

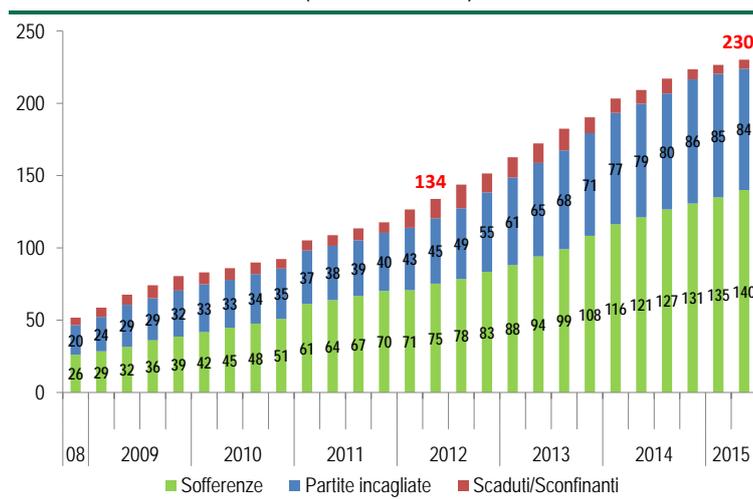
¹ Il tasso di decadimento è il rapporto percentuale tra i nuovi prestiti entrati in sofferenza e l'ammontare dei prestiti non in sofferenza all'inizio del periodo.

17% del portafoglio totale). L'adozione (da gennaio 2015) della nuova definizione di crediti deteriorati armonizzata a livello europeo sposta ancora più in alto la dimensione dell'aggregato.

Questa pesante eredità rende le banche prudenti nella fase di erogazione del credito: una recente elaborazione della Banca d'Italia mette in evidenza come i prestiti siano tornati a crescere, oltre che nel caso delle imprese *sane*, anche per quelle classificate come *vulnerabili*; continuano, invece a contrarsi fortemente quelli verso le imprese valutate come rischiose (-4,6% a/a a giugno).

Nel prossimo futuro questo processo di deterioramento del portafoglio dovrebbe registrare una certa attenuazione non solo per il più favorevole andamento congiunturale ma anche per la profondità del processo di selezione avvenuto tra le imprese. Sotto quest'ultimo profilo, si è stimato² che un quinto circa delle PMI attive nel 2007 non risultava a fine giugno 2014 più presente nel circuito produttivo (fallimento, procedura concorsuale non fallimentare, liquidazione volontaria). Dopo essere salita nel 2014 fino al 35%, la quota delle imprese vulnerabili sarebbe discesa nell'anno in corso di 8 punti percentuali (al 27%)³.

Esposizioni deteriorate delle società non finanziarie (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi Bnl su dati Banca d'Italia

In un suo recente approfondimento⁴, Prometeia sottolinea come la dinamica del credito sia fortemente condizionata dal profilo finanziario delle imprese, sia in termini di eleggibilità al credito sia di bisogno effettivo. Le imprese con più forte proiezione internazionale si caratterizzano per indici finanziari ben più solidi della media (con un differenziale che tende a crescere) e quindi meno toccate dalla possibile maggiore selettività degli istituti di credito. D'altra parte però queste stesse imprese ricorrono al

² La stima cui si fa riferimento è stata presentata al convegno (Osservitalia 2014) organizzato dal Cerved alla fine dello scorso anno.

³ Cfr. A. De Socio - V. Michelangeli, Modelling Italian firms' financial vulnerability, Banca d'Italia, QEF n.293, settembre 2015. Nello studio si definiscono vulnerabili le imprese che registrano un'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) negativo o un rapporto tra interessi passivi e EBITDA superiore al 50%.

⁴ Prometeia, *Le caratteristiche delle imprese e la domanda di credito*, in Rapporto di Previsione, ottobre 2015.

finanziamento bancario in misura meno intensa. Facendo riferimento a dati aggiornati, per ogni euro di fatturato le imprese italiane farebbero in media ricorso al debito bancario per circa 18 centesimi; per i cinque settori più dinamici e maggiormente internazionalizzati si scende a 11 centesimi (a soli 8 centesimi per il settore automobilistico e per quello farmaceutico); viceversa nel caso dell'edilizia si sale al di sopra dei 30 centesimi. Ne consegue, in definitiva, che l'articolazione settoriale del processo di ripresa in questi mesi in fase di avvio condizionerà non poco la dinamica del credito.

Il rimborso dei debiti della pubblica amministrazione

L'evoluzione moderatamente positiva della condizione finanziaria delle imprese italiane beneficia di altre favorevoli circostanze a cominciare dal proseguimento del processo di rimborso dei debiti della pubblica amministrazione. Oltre che con la messa a disposizione delle amministrazioni decentrate di adeguate risorse per smaltire l'arretrato, la ricerca di una soluzione definitiva del problema è avvenuta anche attivando meccanismi di altra natura: possibilità di cessione dei crediti a intermediari finanziari; limiti più stringenti ai tempi di pagamento, soprattutto con il recepimento della nuova direttiva europea sui ritardi di pagamento; allentamento dei vincoli posti dal patto di stabilità interno; creazione di una piattaforma elettronica nazionale attraverso la quale far obbligatoriamente (da marzo 2015) transitare tutta la fatturazione delle imprese verso le diverse istanze della Pubblica amministrazione.

L'insieme dei debiti commerciali delle amministrazioni pubbliche pari a poco meno di €70 miliardi nel 2008 ha superato nel 2012 i €90 miliardi, ridiscendendo poco sopra i €70 nel 2014. L'incidenza sul fatturato delle imprese coinvolte è sceso dal 60% del 2012 al 47% rilevato nel 2014.

Nell'insieme il problema rimane parzialmente irrisolto. Da un lato, è certamente vero che l'intera operazione ha restituito un importante ammontare di liquidità al sistema delle imprese in un arco di tempo relativamente ristretto e particolarmente delicato sotto il profilo congiunturale, favorendo così il tendenziale recupero di una condizione di normalità nel circuito dei pagamenti. Dall'altro lato, tuttavia, si stima che, al netto del livello fisiologico (l'ammontare di debito coerente con il rispetto dei tempi di pagamento definiti contrattualmente), residuano (fine 2014) ancora pagamenti in arretrato della Pubblica Amministrazione per circa €40 miliardi⁵.

Cresce (lentamente) il circuito finanziario extra bancario

Anche per effetto delle politiche espansive adottate dalla Bce, il finanziamento bancario è tornato più competitivo, certamente sotto il profilo del costo: l'indicatore sintetico di costo dei (nuovi) prestiti alle imprese è diminuito nell'ultimo anno nell'insieme dell'eurozona di 46 centesimi (a 2,22% nel settembre scorso); nel caso di Germania e Francia la flessione è inferiore a 20 punti base; è invece prossima a 75 pb per la Spagna e pari ad un punto percentuale pieno per l'Italia. Di conseguenza è fortemente diminuito il differenziale sfavorevole per le imprese italiane rispetto a quelle tedesche (ora a 21 pb) e francesi (63 pb). Nello specifico italiano degli ultimi dodici mesi la discesa dei tassi è risultata per i prestiti di importo elevato (oltre 1 milione di euro) inferiore a quanto rilevato per i prestiti di importo più contenuto.

⁵ L. D'Aurizio – D. Depalo – S. Momigliano - E. Vadalà, I debiti commerciali delle amministrazioni pubbliche italiane: un problema ancora irrisolto, Banca d'Italia QEF n. 295, ottobre 2015.

Questa trasformazione dello scenario bancario ha avuto inevitabili riflessi sull'attività del mercato dei *corporate bond*, altro importante tassello nel sistema di finanziamento delle imprese, soprattutto nel caso di quelle medie e grandi. A livello di intera eurozona negli ultimi 12 mesi le emissioni nette (in euro e con scadenza oltre un anno) sono diminuite a/a di oltre un terzo (-35%); in soli 7 paesi si registra una variazione di segno positivo ma si tratta di paesi poco rilevanti sotto questo profilo (congiuntamente sono responsabili di un quarto delle emissioni nette totali dell'area). Altri 6 paesi (tra essi Francia e Germania che congiuntamente contribuiscono per quasi tre quarti al totale dell'aggregato) propongono un flusso di emissioni nette ancora positivo ma ridotto di quasi un terzo rispetto ad un anno prima. L'Italia è il più importante tra i restanti 6 paesi nei quali il flusso dei rimborsi eccede le nuove emissioni.

Al di là delle fluttuazioni congiunturali l'accresciuto ruolo del mercato dei *corporate bond* è una delle principali conseguenze della difficile congiuntura economica adesso in fase di superamento e certamente tra le cause della moderazione dell'attuale ripresa del credito bancario. Prima dello scoppio della crisi (metà 2007) a livello di eurozona lo stock dei titoli di debito delle imprese⁶ era pari all'11% dello stock dei prestiti bancari alle imprese, percentuale salita al 14% a metà 2012, oltre il 19% alla fine del settembre scorso; nell'arco dell'intero periodo lo stock dei *corporate bond* è cresciuto in valore di €373 mld, quello dei prestiti di €172 mld. Nel caso dell'Italia, ove lo stock di questi titoli ha superato i €117 mld, l'analoga percentuale è salita dal 7% di metà 2007 al 14,5% di settembre 2015, una crescita che si traduce in valore assoluto in €63 mld, a fronte dell'incremento di €43 mld dei prestiti bancari. In altri termini, la crescita del mercato dei *corporate bond* ha soddisfatto il 59% della domanda aggiuntiva di finanziamenti formulata dalle imprese italiane nell'intero periodo; il fenomeno si presenta più attenuato in Francia (48%) e in Germania (33%); in Spagna, ove lo stock si è quasi raddoppiato (+173% rispetto al +113% dell'Italia e al +89% dell'eurozona), i *corporate bond* continuano ad avere un ruolo marginale (4% dei prestiti bancari) malgrado negli otto anni considerati la loro consistenza sia aumentata (+€14 mld) a fronte di una contrazione dei prestiti di oltre €300 mld.

Nello scenario italiano prosegue la graduale crescita del mercato dei cd *minibond*, i titoli di debito emessi da società non quotate. All'inizio di questo mese si contavano 128 emissioni di importo non superiore a 50 milioni di euro, per un controvalore di quasi €1,2 miliardi, quasi il doppio dell'ammontare registrato 12 mesi prima. Nell'ultimo periodo si è osservata una notevole riduzione della dimensione media delle emissioni (al di sotto dei €10 mln nei primi 9 mesi del 2015).

Sono stati fatti importanti passi avanti per ampliare la platea degli operatori che operano sul lato della domanda. I fondi interessati a questo mercato sono una trentina con piani di raccolta/investimento che cumulativamente eccedono i €5 miliardi e obiettivo prevalentemente individuato nelle imprese con fatturato non superiore a € 250 milioni. Solo una parte di questi fondi risulta essere entrata nella fase di investimento mentre altri sette fondi sono in fase di preparazione.

L'esperienza dei *minibond* è parte di un'evoluzione tesa a costruire uno scenario di supporto alle imprese in cui l'attuale profilo fortemente *bancocentrico* se non superato, possa essere strutturalmente attenuato. Fa parte di questo progetto una norma dell'agosto 2014 (legge n.116) che amplia la tipologia di intermediari finanziari cui è consentito erogare credito alle imprese. Grazie a questa norma, possono accedere a questa attività le compagnie di assicurazione purché affiancate da una banca (o da altro intermediario autorizzato) che selezioni i prenditori dei fondi e detenga, anche

⁶ Anche in questo caso sono esclusi i titoli a breve termine (scadenza inferiore ad un anno) perché per molti paesi non si dispone dei dati.

temporaneamente, un interesse nell'operazione. Le compagnie possono anche operare in autonomia ma solo se preventivamente autorizzate dall'Ivass (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni). La stessa legge ha previsto l'istituzione dei cosiddetti "fondi di credito", ossia organismi di investimento collettivo del risparmio abilitati a erogare direttamente prestiti impiegando disponibilità raccolte presso gli investitori del fondo stesso. Infine, secondo quanto pubblicato sulla stampa si starebbe studiando la possibilità di estendere questa possibilità anche ai fondi pensione e alle casse di previdenza.

È difficile stabilire quale possa essere la ricaduta effettiva di questa normativa, anche se è ragionevole ipotizzare che la riforma avrà comunque effetti molto gradualmente. È indicativo che alla fine del 2013 (ultimo disponibile) l'investimento delle assicurazioni in titoli non quotati, fondi aperti non armonizzati e fondi mobiliari chiusi era pari al 3% circa delle riserve, una quota nettamente inferiore ai limiti regolamentari.

Nei programmi presentati per facilitare l'accesso delle PMI al circuito finanziario è da qualche tempo ricorrente il riferimento ai *private placement*, una modalità di finanziamento usata principalmente da imprese di medie dimensioni che, non potendo/volendo accedere al mercato obbligazionario pubblico, si rivolgono a uno o più grandi investitori istituzionali. Nei documenti predisposti dalla Commissione europea per la realizzazione della cd Capital Markets Union si sostiene che lo sviluppo del *private placement* può aiutare le imprese a finanziare investimenti di lungo periodo. Le dimensioni attuali di questo mercato sono difficili da definire con precisione perché non esiste una definizione condivisa di questa attività in quanto norme e prassi differiscono in misura significativa nei diversi paesi. Si tratta di valori comunque contenuti: le emissioni cumulativamente realizzate nel triennio 2012-14 ammonterebbero a €10 miliardi in Francia e a €33 miliardi in Germania; nello stesso periodo in Italia sarebbero state completate circa 200 operazioni per un ammontare complessivo di €3 miliardi. Nei paesi anglosassoni l'attività si presenta relativamente più intensa: il dato statunitense è circa tre volte quello complessivo europeo, cui il mercato inglese contribuisce per quasi la metà.

Il ruolo delle banche è tra i fattori che complicano la confrontabilità dei dati: infatti, se il collocamento è indirizzato prevalentemente o esclusivamente a istituti di credito (come è spesso il caso della Germania) l'operazione è largamente coincidente con un prestito sindacato.

Dal lato degli emittenti, uno degli aspetti più apprezzati dei *private placement* sono i minori obblighi informativi che queste operazioni devono rispettare rispetto ad un collocamento pubblico. In una visione di sistema questa modalità di finanziamento è importante perché queste operazioni sono frequentemente per un'impresa tra i primi passi verso una revisione delle fonti esterne di finanziamento.

Il rafforzamento della base patrimoniale

Oltre che ad una maggiore diversificazione delle fonti di indebitamento, la correzione più importante cui sono chiamate le imprese italiane riguarda la base patrimoniale. Tra il 2011 e il 2014 la leva finanziaria (misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio netto) è in media diminuita di sei punti percentuali. Rimane comunque sensibilmente più alta rispetto al resto dell'eurozona, con un divario di 11 - 9 punti percentuali per le imprese medie e grandi, e ancor più ampio per le imprese piccole (quasi 15 pp); viceversa, la differenza è relativamente trascurabile (2 pp) nel caso delle imprese molto grandi (quelle con attivo superiore a €300 milioni). È stato stimato (sulla base dei bilanci 2013) che per allineare la leva finanziaria delle

società italiane a quella delle imprese dell'area euro sarebbe necessario sostituire con patrimonio un ammontare di debiti finanziari superiore a €200 miliardi.

Questo dato recepisce i progressi compiuti negli anni precedenti. Un'indagine⁷ condotta sui bilanci 2013, infatti, ha evidenziato che su un totale di oltre 35 mila imprese italiane con un fatturato superiore a €5 milioni, il 71% ha aumentato il proprio patrimonio netto rispetto all'anno precedente. L'incremento è stato realizzato prevalentemente con il reinvestimento dell'utile prodotto, una scelta che la normativa ACE (Aiuto alla crescita economica) sembra aver decisamente incentivato⁸.

Il contributo del mercato mobiliare al processo di rafforzamento patrimoniale continua ad essere marginale ma non esiguo come in passato. Dopo il minimo toccato nel 2012, le operazioni di nuova quotazione sono risalite a 18 nel 2013 (per un controvalore di €1,34 miliardi), aumentate a 28 nell'anno successivo (€2,9 miliardi). Il trend di crescita è proseguito nell'anno in corso: a fine ottobre risultavano completate 23 operazioni per un totale di €2,2 miliardi.

Anche la considerazione dell'attività di *private equity* conferma l'esistenza di un importante ammontare di risorse potenzialmente a disposizione delle imprese del nostro Paese. Le risorse raccolte nella prima metà di quest'anno, infatti, superano i €1,3 miliardi, un importo tre volte quello del corrispondente semestre dell'anno precedente e di poco inferiore al dato dell'intero 2014. Al sostenuto andamento della raccolta si è sommata una forte accelerazione dell'attività di disinvestimento (€1,9 mld nel primo semestre 2015) resa possibile dall'andamento favorevole del mercato borsistico. Gli impieghi sono su livelli elevati (€1,8 mld) ma non troppo diversi da quanto registrato in passato. L'ammontare dei fondi disponibili per nuovi investimenti è quindi fortemente cresciuto (a €8,6 mld a fine giugno 2015, +€1,2 mld negli ultimi 12 mesi). Sotto questo ultimo profilo, l'Italia è parte di un fenomeno di dimensione globale: si stima che le risorse di *private equity* alla ricerca di opportunità di investimento (*dry powder*) ammontassero a fine 2014 a \$1,2 trilioni, quasi il 30% in più rispetto a due anni prima.

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.

⁷ Cfr Sole 24 Ore del 19 gennaio 2015.

⁸ ACE (Aiuto alla Crescita Economica) è una misura introdotta nel 2011 con l'obiettivo di incentivare il rafforzamento patrimoniale delle imprese rendendo fiscalmente meno conveniente il ricorso al debito rispetto al capitale di rischio. Il meccanismo applicativo dell'ACE prevede che il rendimento nozionale del nuovo capitale proprio possa essere dedotto come costo dal reddito imponibile. Con la legge di stabilità per il 2014 il rendimento nozionale, inizialmente fissato al 3%, è passato al 4% nel 2014, al 4,5% nel 2015 e al 4,75% nel 2016.