

Nuovi Strumenti di Finanziamento per le Imprese.

Giorgio De Donno - Banca Sella

Napoli, 15 luglio 2014



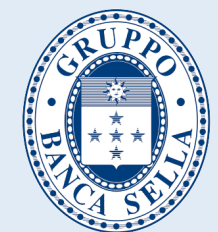
GRUPPO BANCA SELLA

Agenda

- 1. Il contesto**
- 2. Strumenti alternativi di credito**
- 3. Il ruolo delle banche**

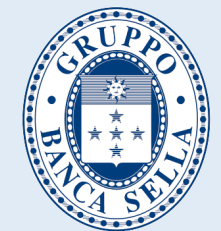


1 – IL CONTESTO

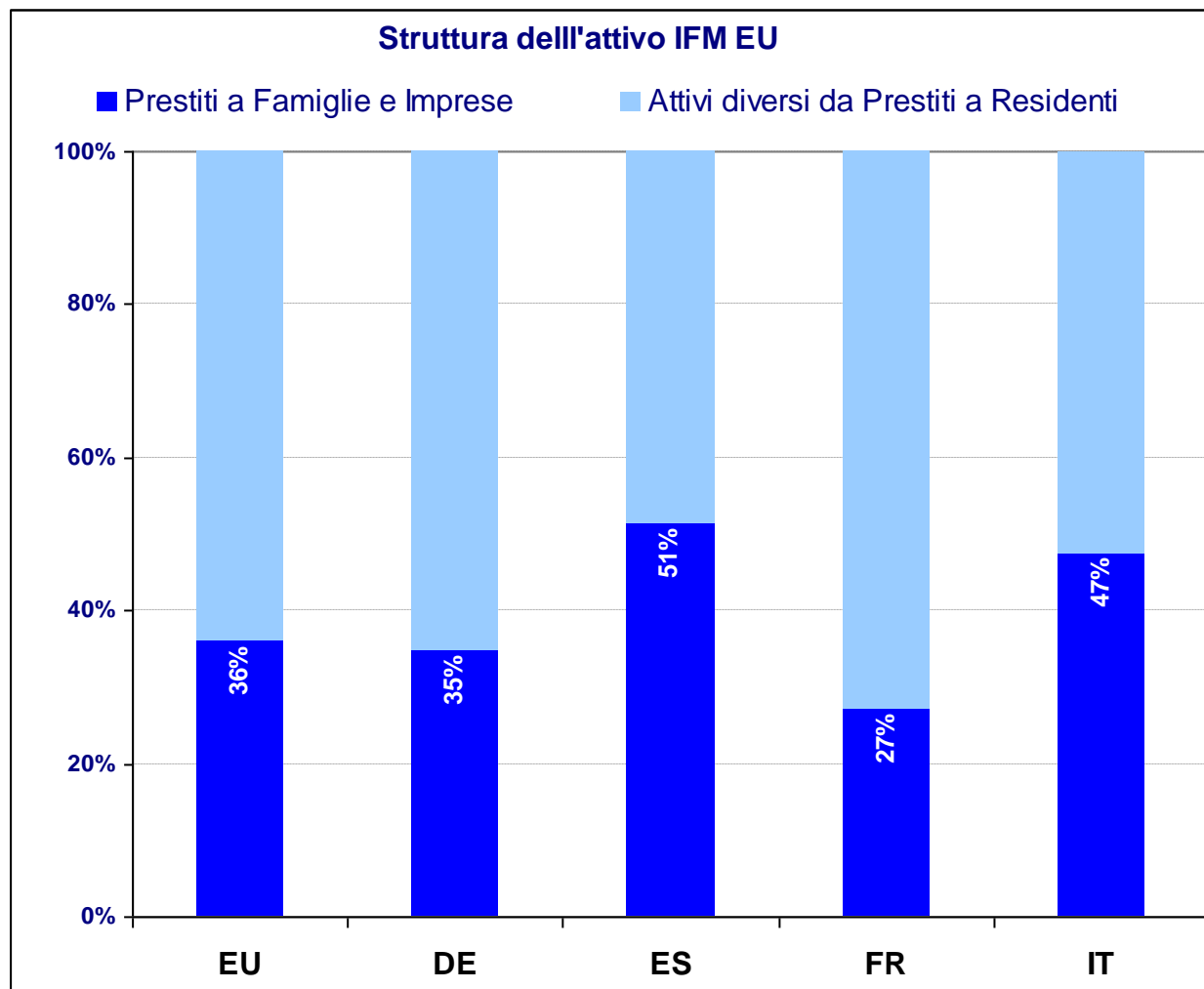


Contesto di riferimento:

LE BANCHE



Contesto di riferimento



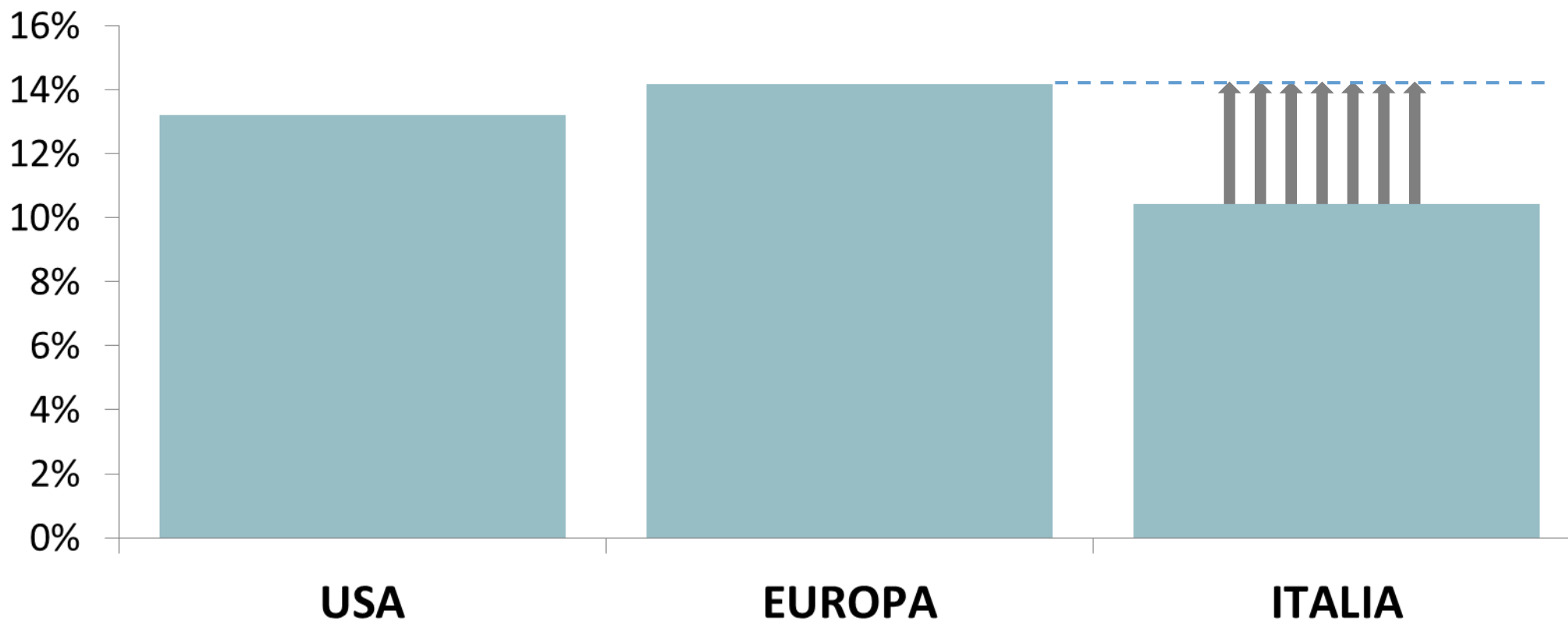
Fonte: Ufficio **Analisi Finanziaria GBS** su dati ECB

L'incidenza dei prestiti sul bilancio delle banche italiane è superiore alla media EU.



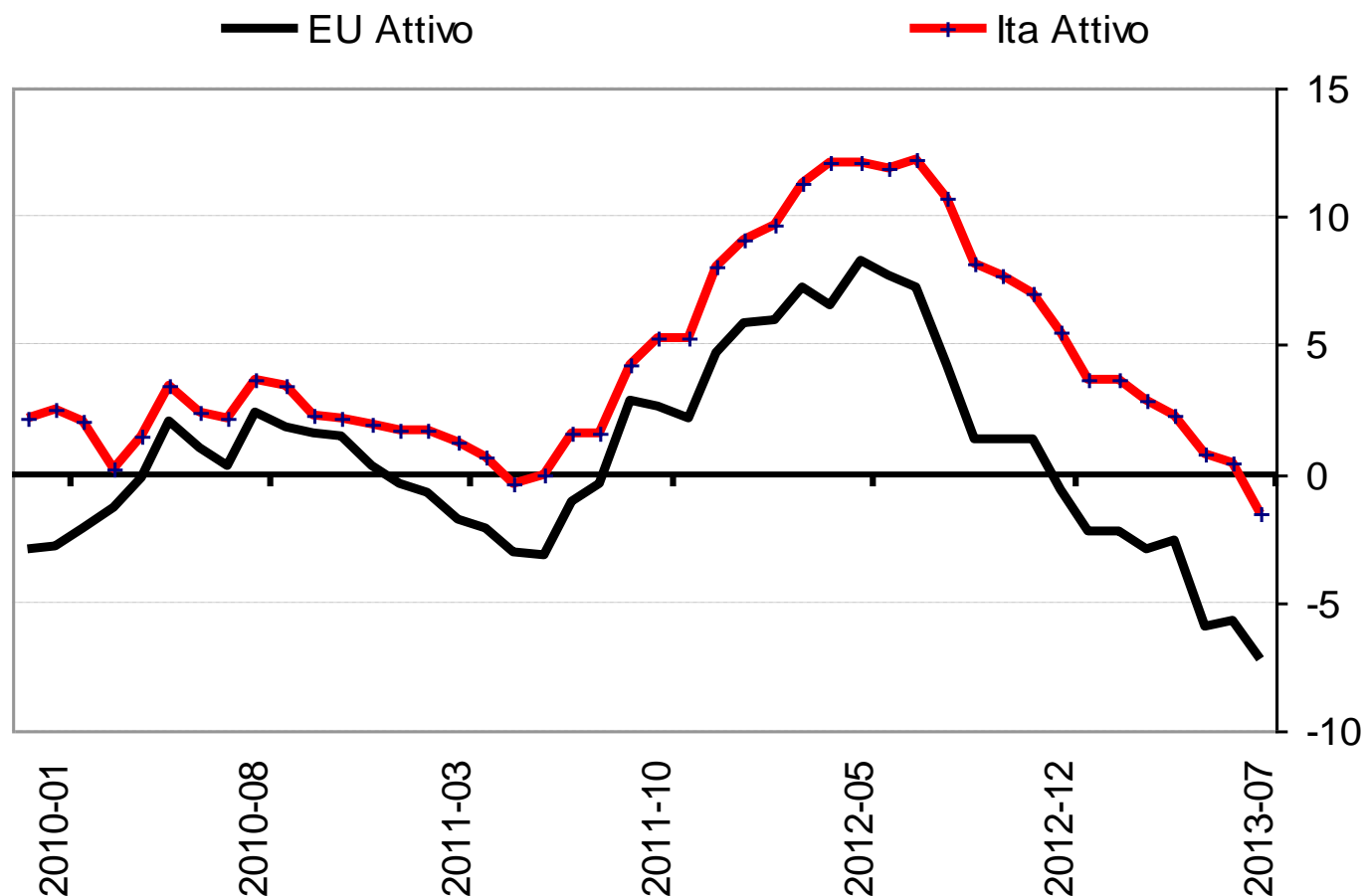
Contesto di riferimento

Basilea 3 impone alle banche una maggiore patrimonializzazione.
Le banche italiane, avendo più impieghi, partono svantaggiate.



Contesto di riferimento

Totale Attività Banche, var.%aa



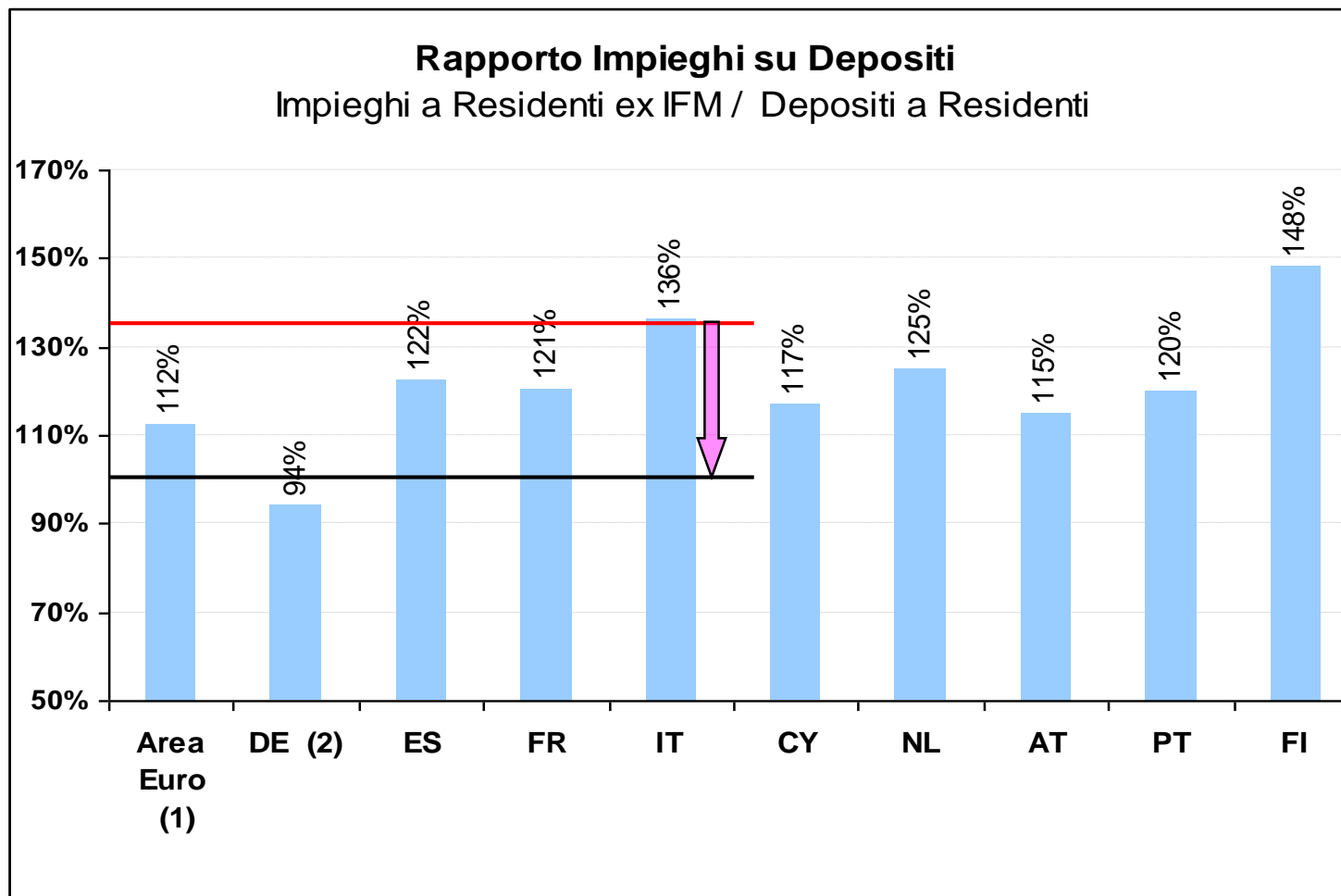
La necessità di **migliorare la patrimonializzazione** spinge una riduzione degli attivi in tutta Europa.

Le banche italiane sono partite in ritardo a farlo.

Fonte: Ufficio Analisi Finanziaria Gruppo Banca Sella su dati BCE, ultimo dato lug2013



Contesto di riferimento



Fonte: Ufficio Analisi Finanziaria Gruppo Banca Sella su dati BCE, ultimo dato sett2013

Nuovi Strumenti di Finanziamento per le Imprese
Giorgio De Donno: Napoli 15 luglio 2014

Oltre a maggiori requisiti patrimoniali, **Basilea3** introduce anche **vincoli sulla liquidità delle banche**; quindi sul rapporto tra impieghi e fonti di finanziamento stabili delle banche.

“Le difficoltà di raccolta e l’aumento dei premi per il rischio sui mercati all’ingrosso – interbancario europeo e finanziario internazionale- impongono alle banche di procedere, con la necessaria gradualità, a un riequilibrio del rapporto tra impieghi e fonti stabili di raccolta.”

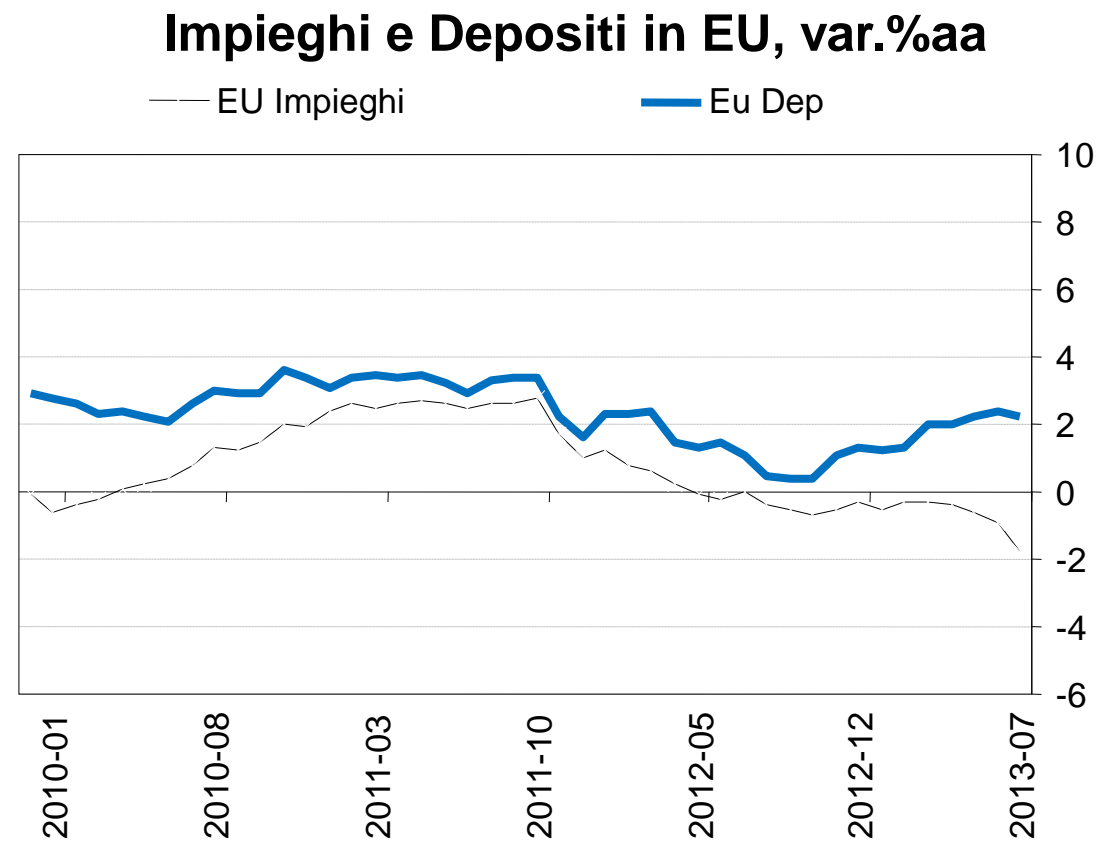
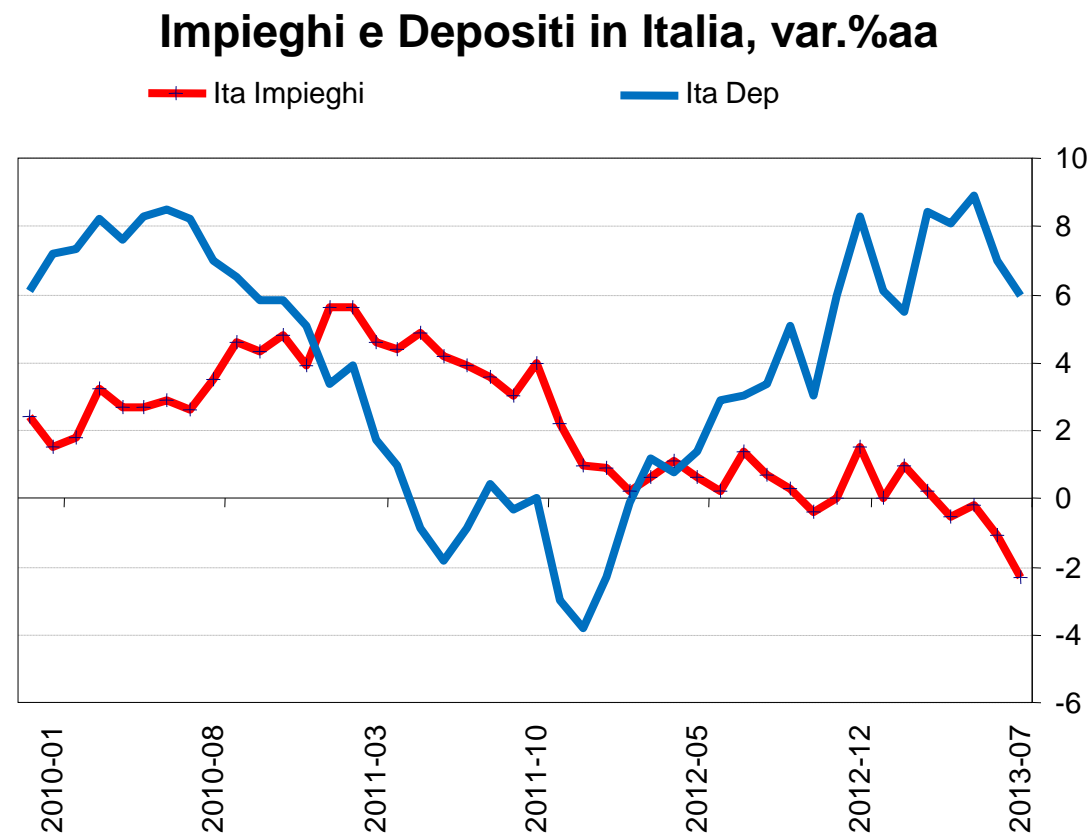
I.Visco, Consideraz.Finali 2012.

Per riequilibrare o si riducono gli impieghi (l’economia!) o si aumentano i depositi (guerra sui depo) o si agisce su entrambi.



Contesto di riferimento

Sia in Italia che in Europa, questo sta comportando un calo degli impieghi ed una spinta sulla raccolta in depositi.



Fonte: Ufficio Analisi Finanziaria Gruppo Banca Sella su dati BCE, ultimo dato lug2013

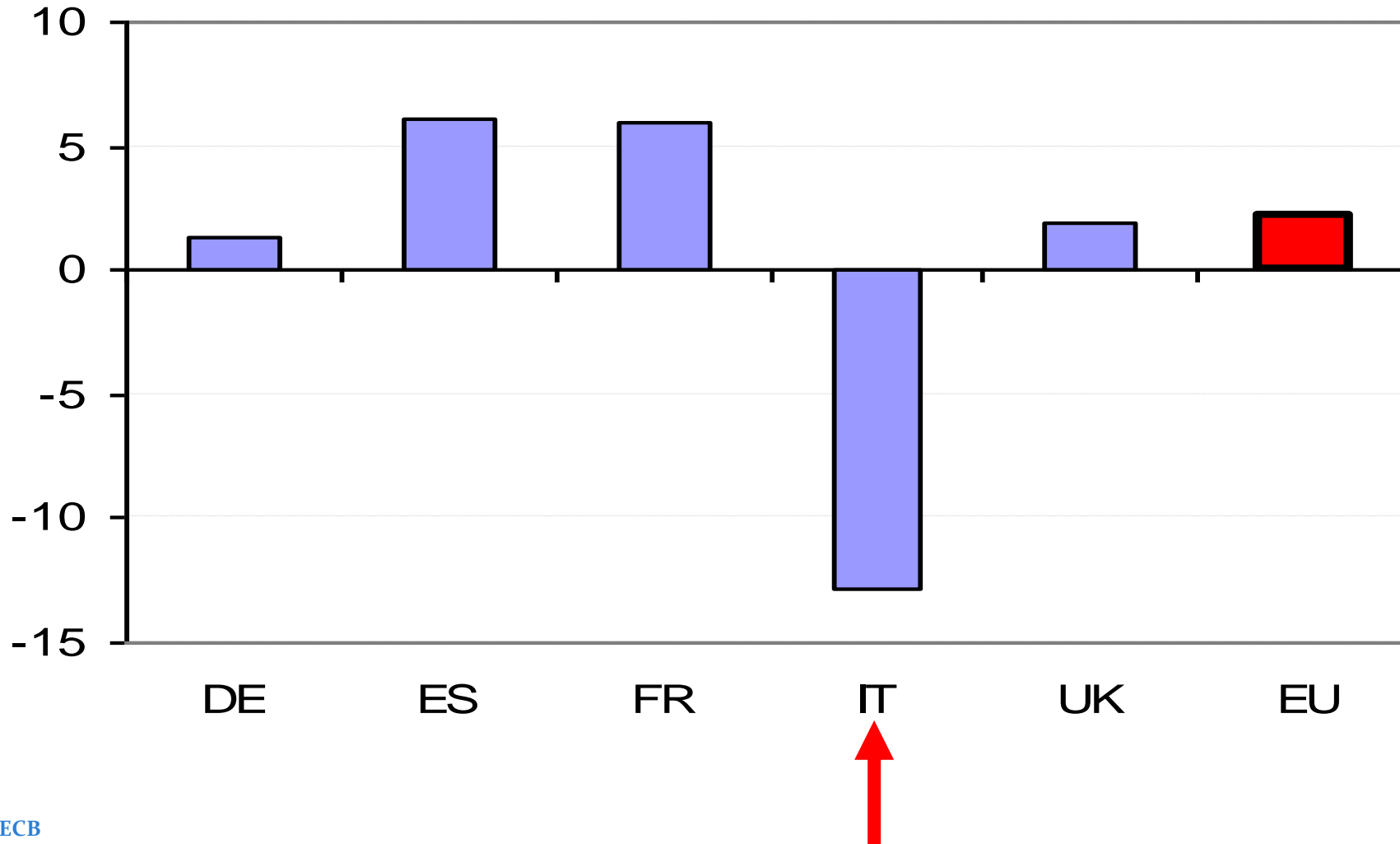
Nuovi Strumenti di Finanziamento per le Imprese

Giorgio De Donno: Napoli 15 luglio 2014



Redditività banche Italiane

ROE % FY2013

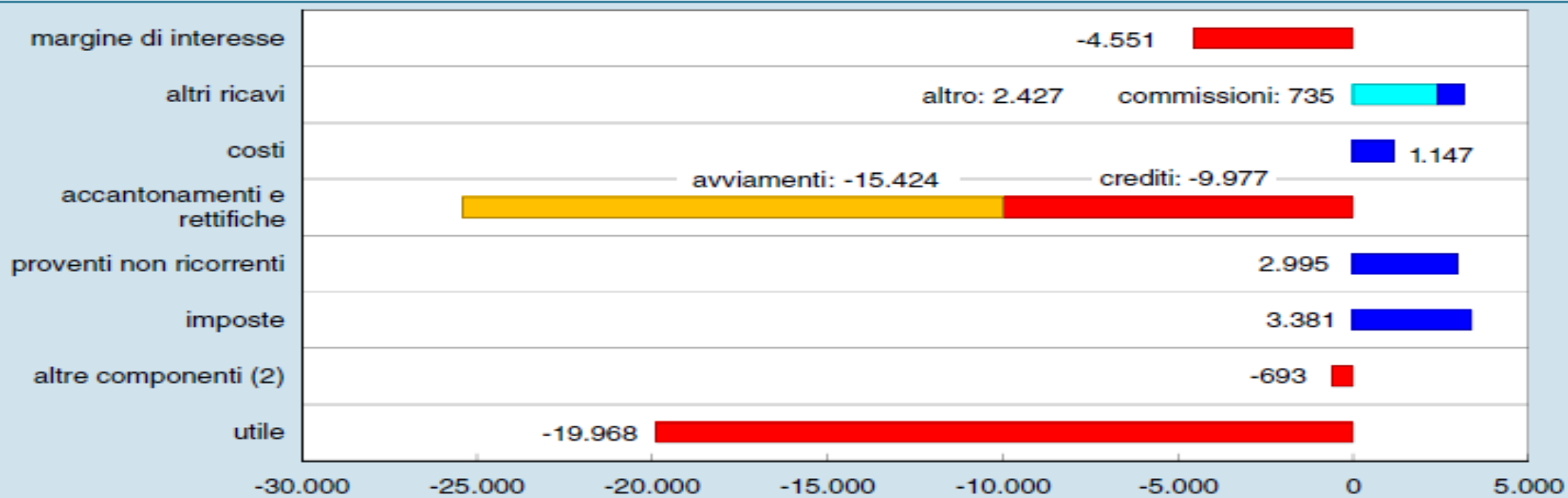


E in ambito europeo le banche italiane si confermano fanalino di coda in termini di ROE.

Fonte: ECB

Redditività banche Italiane

**Variazione dell'utile tra il 2012 e il 2013:
contributo delle principali voci di conto economico (1)**
(milioni di euro)



A pesare sull'utile sono stati, oltre agli avviamenti, soprattutto le rettifiche ed il margine di interessi.

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.

(1) Dati provvisori. Per la definizione degli aggregati, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Utile/perdita dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte e utile/perdita di pertinenza di terzi.

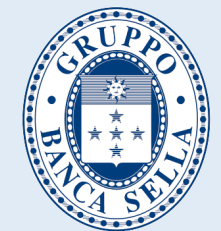
Nel 2013 le banche e i gruppi bancari italiani hanno registrato una perdita di 20,6 miliardi per effetto sia delle ingenti rettifiche su crediti sia delle svalutazioni sugli avviamenti (tav. 16.6); il 15 per cento di questa perdita ha inciso sul patrimonio di vigilanza. Il ROE, valutato al netto delle poste straordinarie connesse con le svalutazioni degli avviamenti, si è ridotto di quasi due punti percentuali ed è stato negativo per lo 0,8 per cento.

Fonte: Bdl

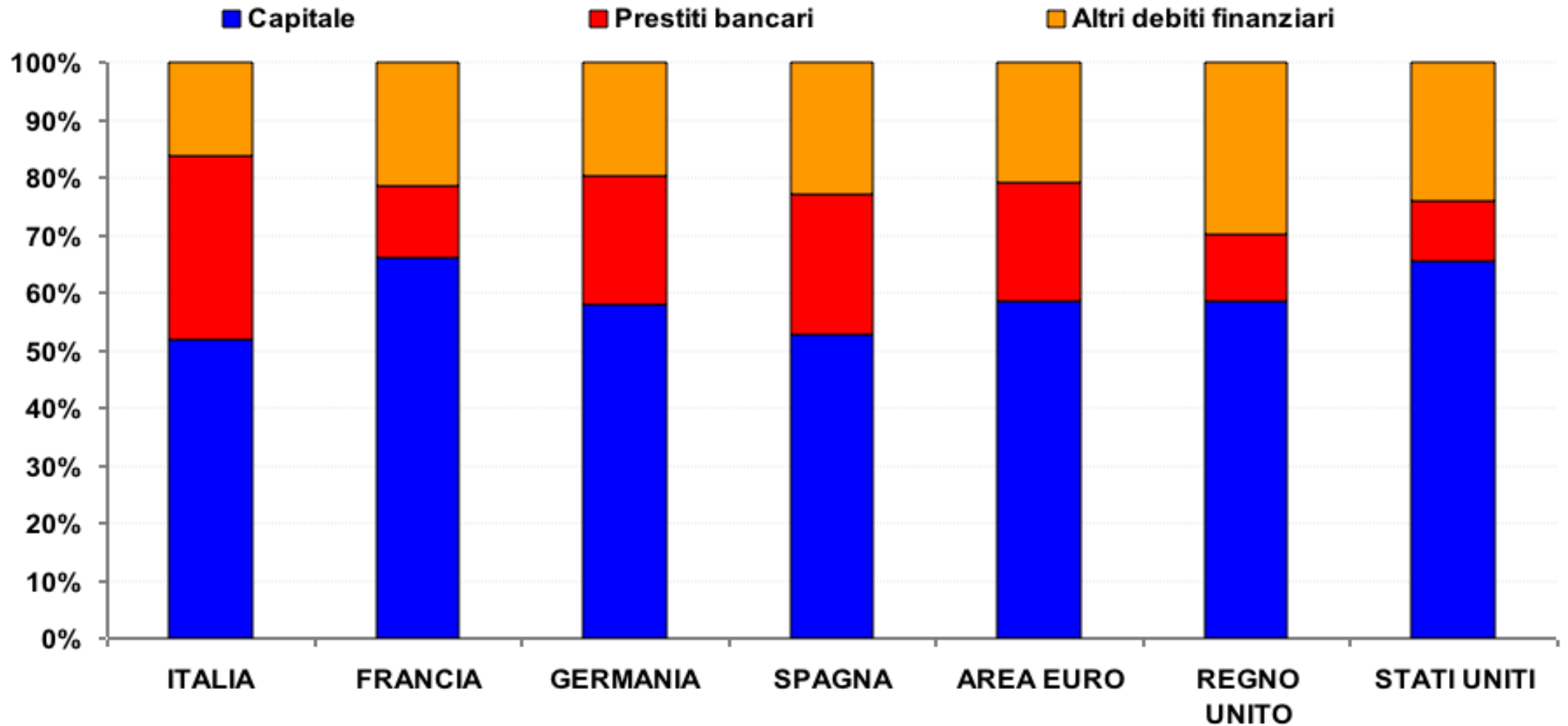


Il Contesto di riferimento :

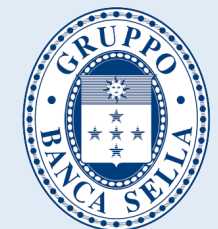
LE IMPRESE



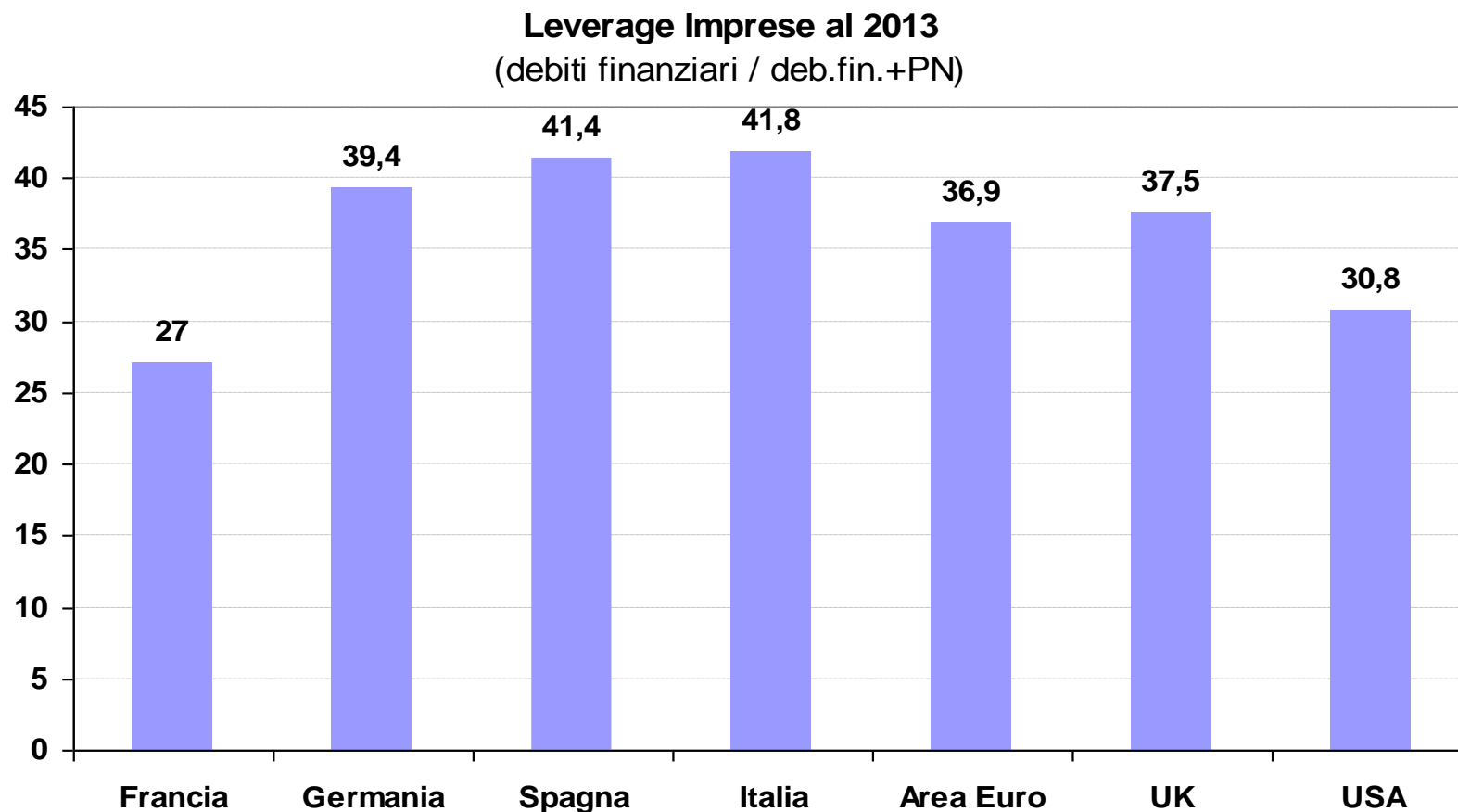
Composizione delle passività finanziarie delle imprese



Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; BCE per i paesi dell'area dell'euro; Banca d'Inghilterra per il Regno Unito; Federal Reserve System per gli Stati Uniti



Confronto su indebitamento delle imprese



Nel confronto internazionale le imprese italiane sono tra le più indebitate. (dati recenti portano tale ratio al 44%)

Fonte: Banca d'Italia

Elaborazione: BSH Studi ed Analisi Finanziaria

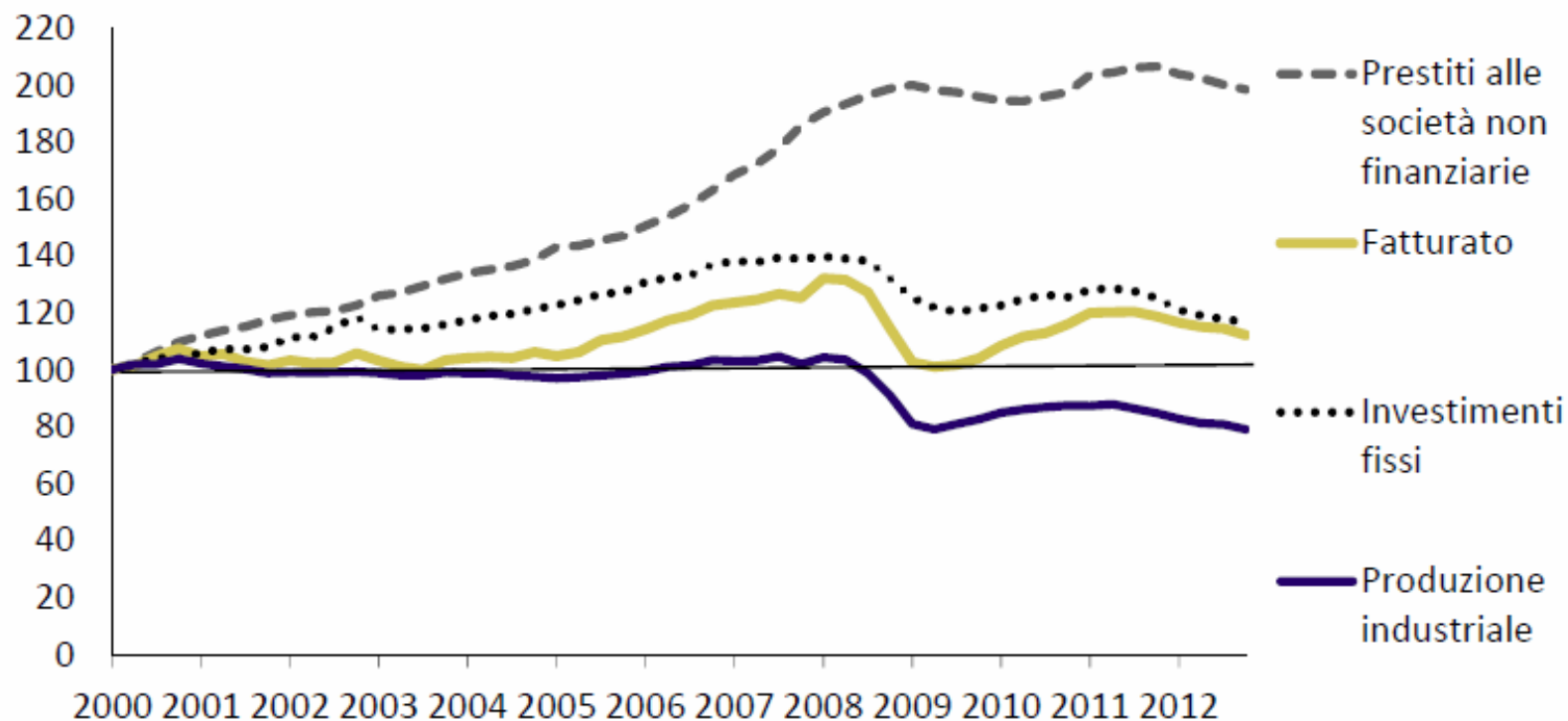
Nuovi Strumenti di Finanziamento per le Imprese

Giorgio De Donno: Napoli 15 luglio 2014



Contesto di riferimento

Prestiti alle società non finanziarie e principali driver della domanda di credito (*)
(marzo 2000=100)



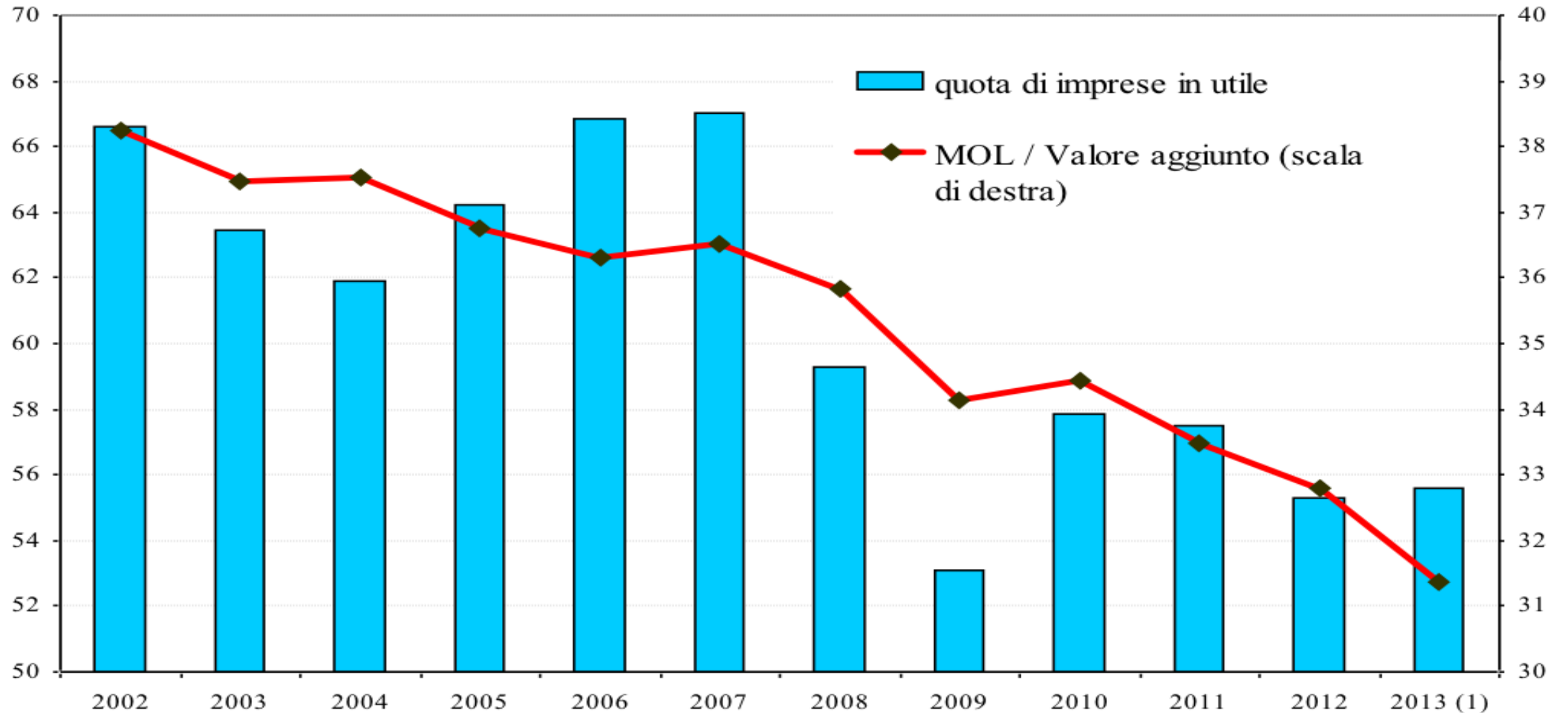
Gli impieghi delle banche verso imprese in Italia sono cresciuti più degli investimenti e della produzione industriale.

(*) Investimenti fissi a valori nominali

Fonte: Istat, Banca d'Italia, elaborazioni Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo



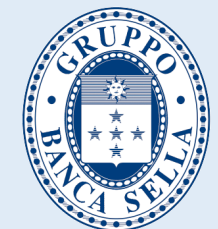
Redditività delle imprese



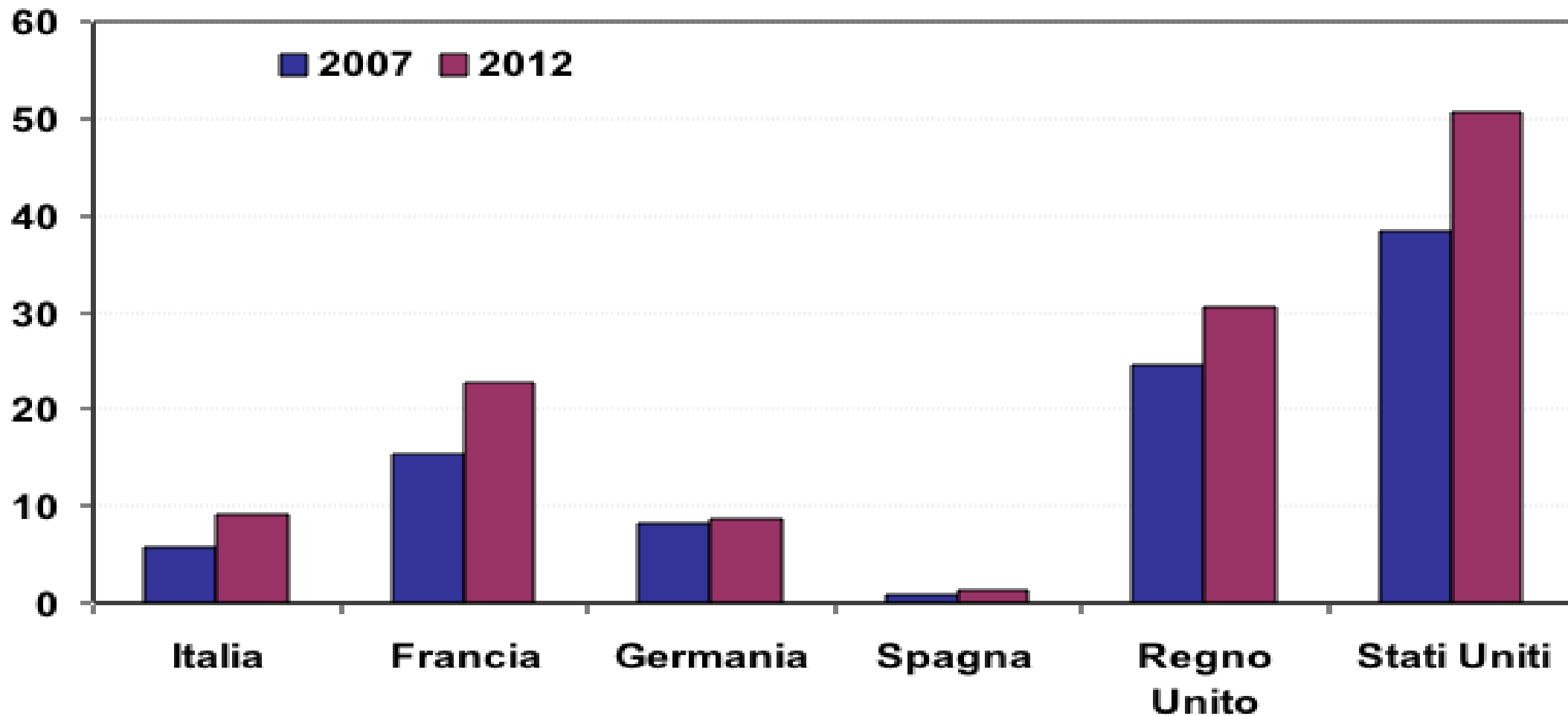
(valori percentuali)

Nuovi Strumenti di Finanziamento per le Imprese
Giorgio De Donno: Napoli 15 luglio 2014

Fonte: Banca d'Italia, Indagine sulle imprese industriali e dei servizi, e Istat. (1) Dati provvisori. Il MOL e il valore aggiunto sono riferiti al secondo trimestre dell'anno.



Obbligazioni in rapporto ai debiti finanziari delle imprese

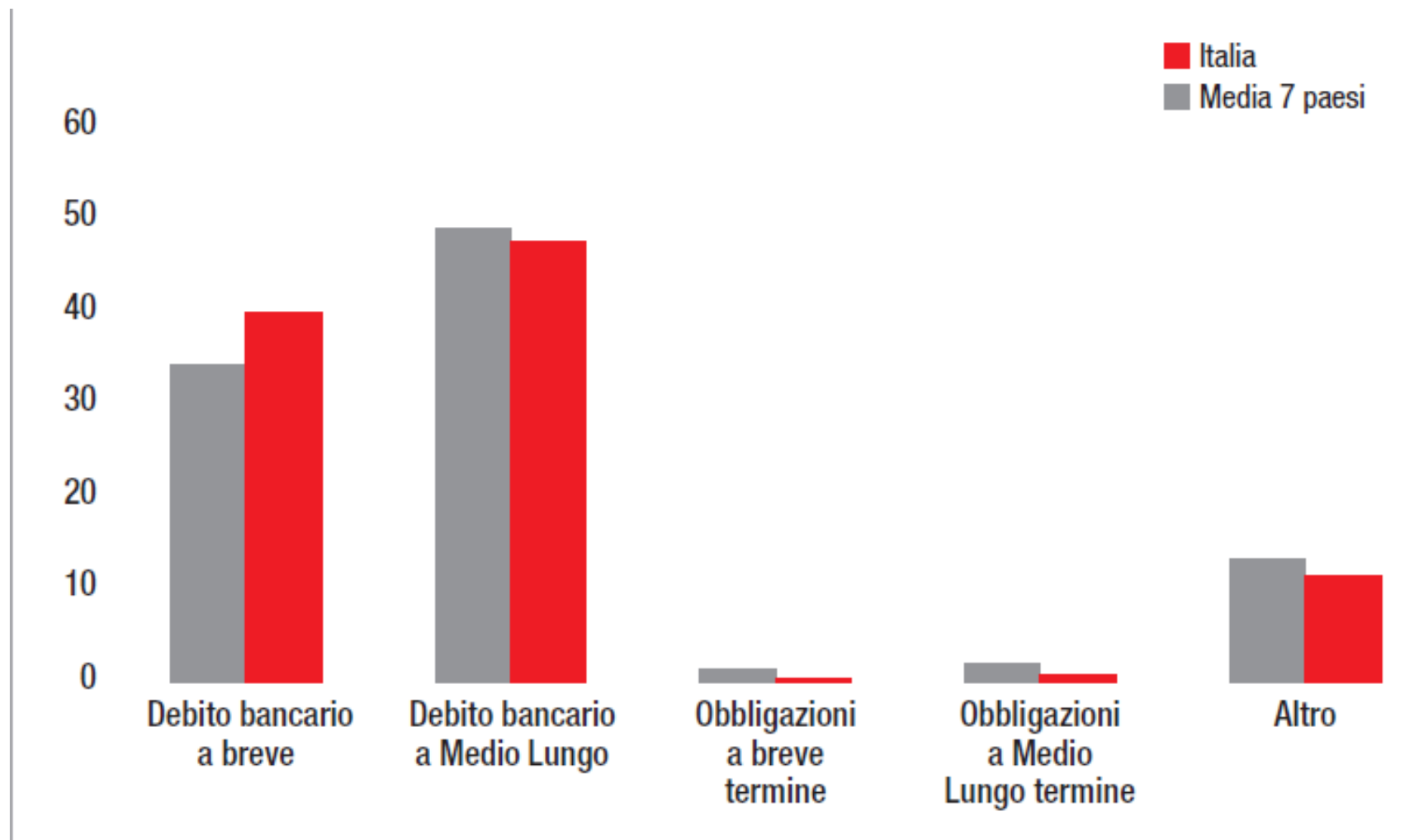


(valori percentuali)

Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; BCE per i paesi dell'area dell'euro; Banca d'Inghilterra per il Regno Unito; Federal reserve System per gli Stati Uniti



Contesto di riferimento

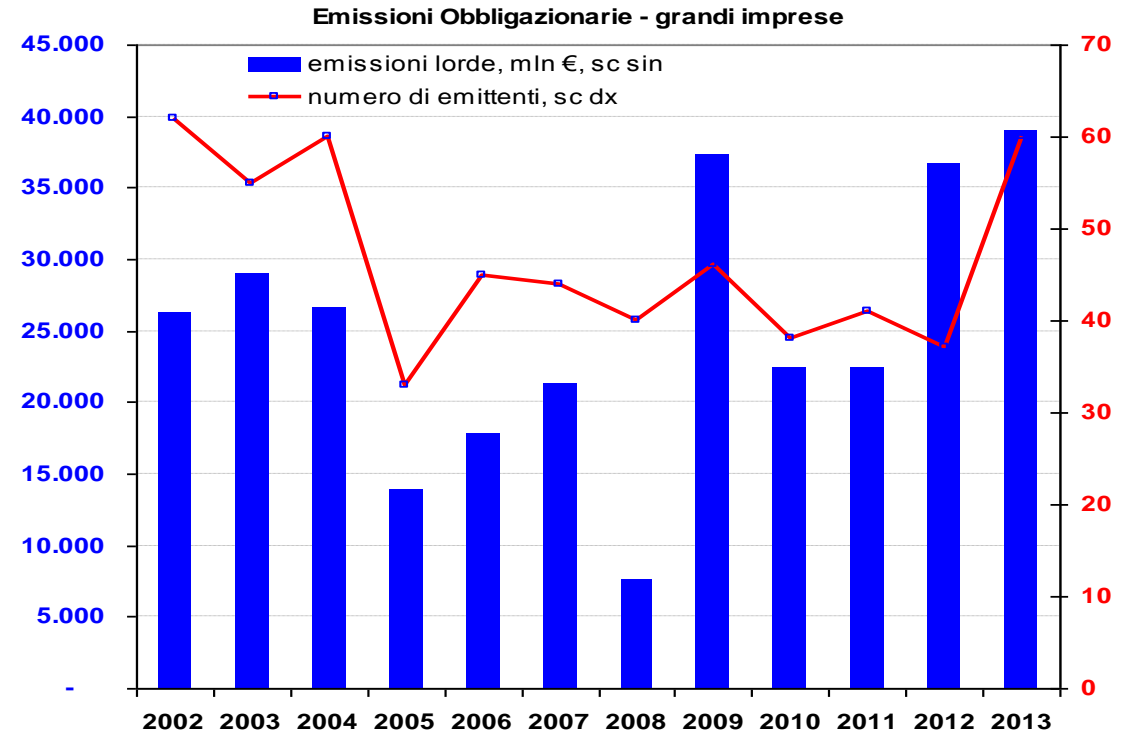
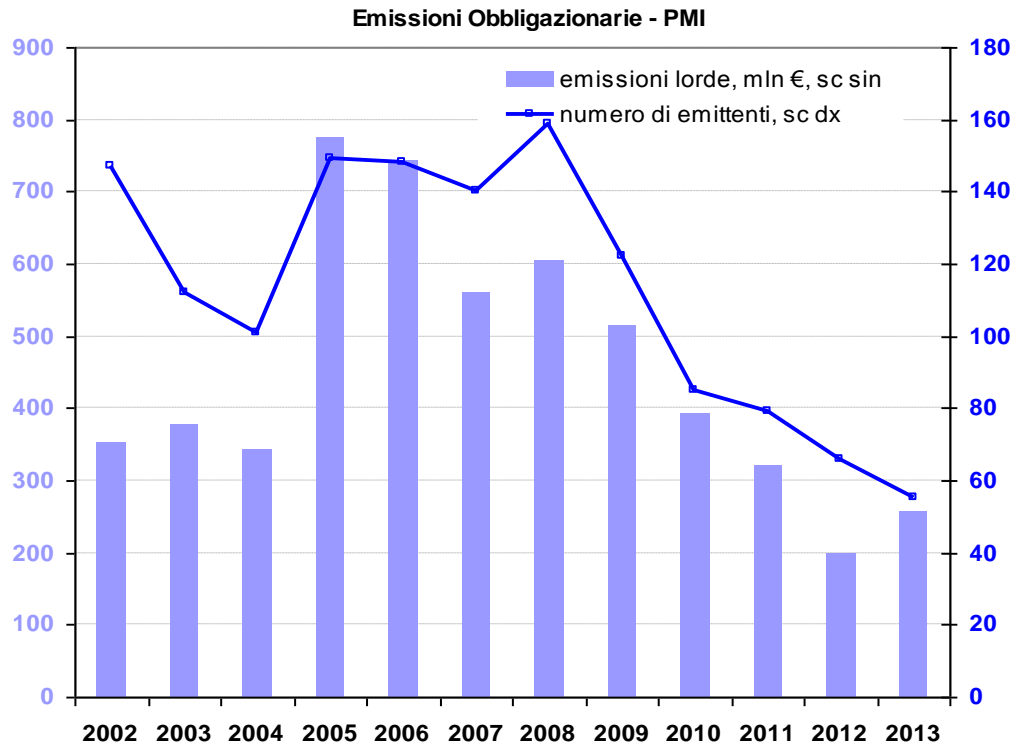


Ma il credito bancario, soprattutto a breve termine, resta tuttora più sviluppato in Italia che nel resto d'Europa.

Fonte: Rapporto Corporate Unicredit-EFIGE 2011



Le Obbligazioni nel bilancio delle imprese



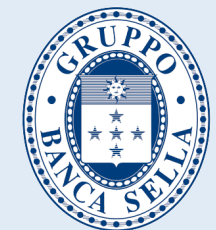
Se le obbligazioni emesse da grandi imprese in Italia sono aumentate negli ultimi anni, per le PMI sono scese con un numero di emittenti sempre più ridotto.

Fonte: Banca d'Italia

Elaborazione: BSH Studi ed Analisi Finanziaria

Nuovi Strumenti di Finanziamento per le Imprese

Giorgio De Donno: Napoli 15 luglio 2014



Contesto di riferimento

Negli ultimi anni il **livello di indebitamento** delle imprese italiane è costantemente cresciuto ,e mediamente risulta superiore rispetto ad altri Paesi dell'area Euro.

Nello specifico in **Italia il 38 % dei prestiti alle aziende** ha durata non superiore ai **12 mesi**; la quota è del 18 % in Germania e Francia, del 24 % nella media dell'area Euro

Sottocapitalizzazione ed elevata dipendenza dal debito a breve termine restringono l'orizzonte temporale degli investimenti e le espongono a rischi di rifinanziamento

espongono a rischi di rifinanziamento



Indirizzi dell'autorità di vigilanza

“Nei sistemi bancari , come il nostro, in cui gli impieghi eccedono la raccolta stabile, è inevitabile che le tensioni sul fronte della liquidità e le difficoltà di ricorso al mercato si ripercuotano sull'erogazione del credito.

Per attenuare gli effetti negativi sul sistema economico le Banche possono agire sviluppando l'attività di assistenza volta a favorire l'accesso diretto delle imprese al mercato dei capitali .

In tale direzione sono auspicabili misure che agevolino l'emissione da parte delle imprese di carta commerciale e di strumenti obbligazionari e spingano gli investitori a sottoscriverli”.



Fabrizio Saccomanni - Direttore Generale Bankitalia

Congres Congresso Nazionale delle Fondazioni – Palermo 7 giugno 2012

2 – LA SOLUZIONE MINIBOND

**PERCHE' PUO' ESSERE
VANTAGGIOSO**



Quest'anno boom di obbligazioni (23 miliardi di euro) per le imprese medio-grandi
Si apre la corsa ai minibond
Un mercato da 35mila Pmi - Banche pronte alle nuove emissioni

Minibond, parte la corsa alle emissioni

Dopo i record di collocamenti fra le grandi imprese, si apre un mercato per 35 mila Pmi

Un settore in espansione

Nel 2013 sono già 20 le società medio-grandi che per la prima volta hanno emesso bond

Attese per il 2014

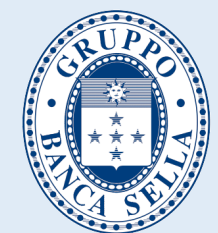
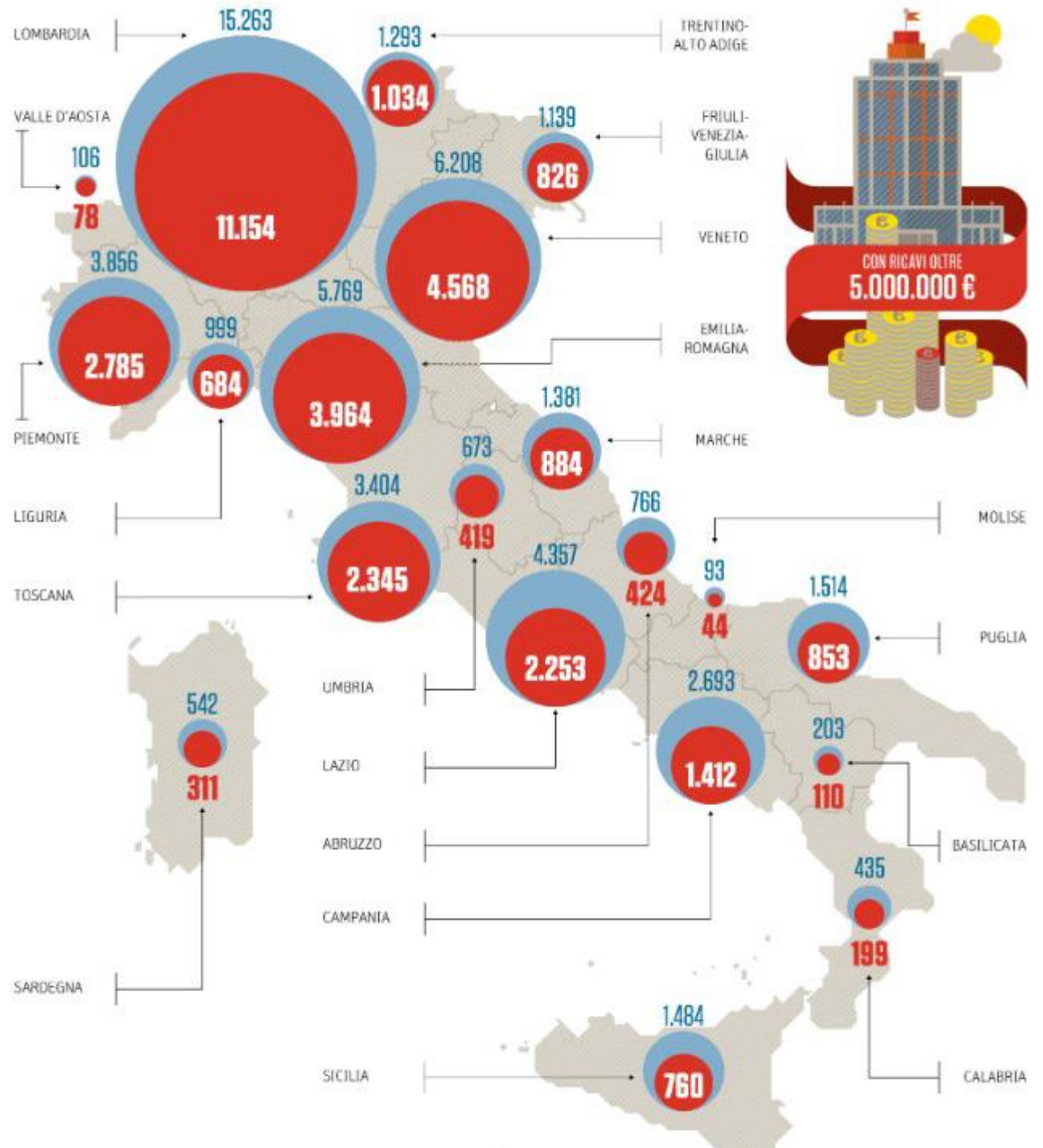
Grazie alle norme di Destinazione Italia, le Pmi preparano l'avvio dei collocamenti

«Italian minibond». Investimenti in aziende con fatturato tra i 10 e 300 milioni

Nuovo fondo per il made in Italy



Al via i minibond: un mercato potenziale per 35mila imprese



Obiettivi della riforma

- **Rimozione degli ostacoli** all'accesso al **mercato dei capitali** a emittenti finora esclusi, quali: le **“società non quotate”** e le piccole e medie imprese (**"PMI"**)
- Stimolare il ricorso a **fonti di finanziamento alternative rispetto al credito bancario**
- Creare minore dipendenza dal credito a breve termine
- Rafforzare la struttura finanziaria dell'impresa
- Modernizzare il rapporto banca-impresa (miglior flusso informativo sui dati economici aziendali e più evoluta politica di comunicazione) ;



Gli strumenti finanziari del decreto sviluppo a servizio delle imprese

DESTINATARI

Le società italiane non quotate, anche di piccola e media dimensione, con esclusione delle banche e delle micro imprese

OGGETTO

- **OBBLIGAZIONI**
- **CAMBIALI FINANZIARIE**
- **OBBLIGAZIONI SUBORDINATE E PARTECIPATIVE**



Gli strumenti finanziari a servizio delle imprese: le obbligazioni

Con riferimento alle OBBLIGAZIONI,

vengono eliminati:

- i limiti quantitativi all'emissione (ammontare complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili)
- i vincoli fiscali alla deducibilità degli interessi passivi maturati sulle obbligazioni

si agevola ,

anche agli emittenti di minori dimensioni, l'accesso ai più importanti mercati internazionali dei capitali a condizioni non discriminatori rispetto alle società maggiori, allargando quindi i confini geografici entro i quali ricercare le proprie fonti di finanziamento.



Normativa di riferimento

Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83 (Decreto Sviluppo I) successivamente modificato con il Decreto Legge 18 ottobre 2012, n.179 (Decreto Sviluppo II) , decreto legge 145 del 23 dicembre 2013 (destinazione Italia) , decreto legge 91 del 24 giugno 2014

Gli strumenti finanziari introdotti

Obbligazioni
(cosiddetti «mini bond»)

- Sono strumenti di debito a medio termine; consentono alle società non quotate di emettere obbligazioni beneficiando dello stesso regime legale e fiscale previsto per le società quotate

Cambiali finanziarie

- Sono titoli di credito all'ordine emessi in serie e a breve termine con taglio minimo di Euro 50 mila; per le PMI non quotate l'emissione deve essere assistita da uno sponsor (che si impegna a mantenere nel proprio portafoglio fino a scadenza il 5% dell'emissione)

Obbligazioni subordinate partecipative

- Sono strumenti di debito a medio termine (uguale o superiore a 36 mesi) indirizzati principalmente ad investitori istituzionali; sono caratterizzati da clausole di partecipazione agli utili e di subordinazione rispetto agli altri creditori dell'emittente



Emittenti

Società italiane anche non quotate, società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro imprese (imprese il cui organico sia inferiore a 10 persone e il cui fatturato o il totale di bilancio annuale non superi i 2 milioni di Euro). Le obbligazioni subordinate partecipative possono essere emesse solo da società non quotate.

Durata

cambiali finanziarie : tra 30 giorni e 36 mesi
minibond nessun limite per i mini bond ma tendenzialmente non inferiore a 24 mesi (ad eccezione delle obbligazioni subordinate partecipative per le quali la durata minima è di 36 mesi)

Investitori

Collocati esclusivamente presso investitori qualificati che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente (non devono possedere più del 2%)

importo emissione

Nessun limite specifico per le obbligazioni emesse da società non quotate (La nuova formulazione dell'art.2412 del codice civile depenna il limite del doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato).

Gli unici limiti di importi posti dalla normativa sono quelle relative alle cambiali finanziarie (il cui importo minimo dell'emissione deve essere di Euro 50 migliaia)



Le novità

Bilancio

- Ultimi due bilanci approvati di cui l'ultimo sottoposto a revisione

Fiscalità

- Non applicazione del regime di parziale deducibilità degli interessi (non più Tasso Bce +2/3, pari attualmente a = 0,40 ma deducibilità sino al totale degli interessi attivi e poi al 30% del ROL) . Costi di emissione deducibili nell'esercizio in cui vengono sostenuti

Possibilità di quotazione

Nuovo segmento ExtraMot Pro di Borsa Italiana

Centrale Rischi

- Dall'analisi del manuale emesso da BankIt (Centrale dei Rischi – Istruzioni per gli intermediari creditizi) emerge che l'ammontare emesso da un'impresa in bonis non è incluso nella posizione debitoria che le banche inviano a BankIt ai fini Centrale dei Rischi
- Invece, in caso di segnalazione a sofferenza della controparte, l'intera esposizione verso la stessa (inclusi pertanto i titoli di debito e i titoli di capitale emessi dalla controparte e detenuti dalla banca in portafoglio) è oggetto di segnalazione a sofferenza in Centrale dei Rischi



Decreto Destinazione Italia

Privilegi speciali su mobili

- Possibilità di costituire un privilegio speciale sui beni mobili destinati all'esercizio dell'attività di impresa, attualmente previsto solo per i crediti bancari, anche a garanzia dei titoli obbligazionari. Si consente così alle imprese che intendono emettere bond di evitare il ricorso a forme di garanzia come le ipoteche immobiliari

Fondo Centrale di Garanzia

- Oltre che SACE, il Fondo Centrale di Garanzia può garantire anche le SGR, sia su singole emissioni di titoli di debito da parte di PMI sia su portafogli di questi strumenti

Cartolarizzazioni

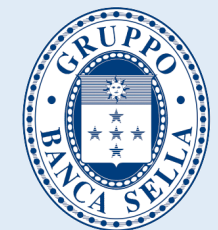
- Estensione della disciplina delle cartolarizzazioni anche alle operazioni aventi ad oggetto le obbligazioni e i titoli simili, con l'effetto atteso di rivitalizzare il mercato

Nuovi Investitori

- Le Assicurazioni attraverso la possibilità accordata di inserire i minibond nella lista degli attivi a copertura delle riserve tecniche. Le compagnie potranno investire in questi strumenti, anche non quotati, fino al 3% delle riserve tecniche

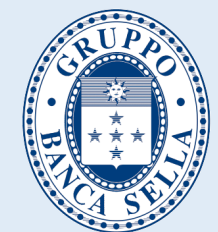
Vantaggi per l'azienda nell'emissione di un bond

- **Diversificazione delle Fonti di finanziamento**
 - Nascita di ampia offerta di credit funds
 - Allungamento della durata del debito
 - Maggiore equilibrio finanziario



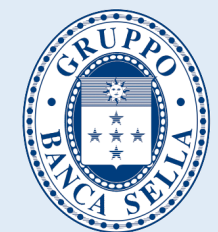
Vantaggi per l'azienda nell'emissione di un bond

- Diversificazione delle Fonti di finanziamento
- **Le caratteristiche dello strumento**
 - Quotazione
 - Costo e fiscalità



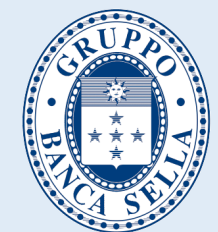
Vantaggi per l'azienda nell'emissione di un bond

- Diversificazione delle Fonti di finanziamento
- Le caratteristiche dello strumento
- **Confronto col mercato**
 - Capacità di pianificazione
 - Relazione con il mercato dei capitali
 - Rating esterno



“Oneri” per l’azienda nell’emissione di un bond

- **Covenants** : presenza di covenant stringenti che impegnano il management . Alcuni, in caso di mancato rispetto, possono prevedere anche il rimborso anticipato del debito;
- **Effetto segnaletico**: la quotazione se negativa, può far arrivare degli “alerts” ai clienti e fornitori. Una volta emessi l’impegno continua
- **Controllo di gestione**: deve essere adeguato a predisporre e monitorare un piano
- **Struttura manageriale** : deve essere strutturata per confrontarsi con il mercato e gli investitori
- **Comunicazione**: approccio “evoluto” nella politica di comunicazione



Come si arriva all'emissione del bond: ruolo dell'advisor (1/4)

- Valutazione del modello di business e posizionamento competitivo
- Individuazione dei fabbisogni finanziari
- Analisi di fattibilità e sussistenza dei requisiti minimi
- Validazione del piano a medio termine
- Predisposizione piano di sviluppo e business plan

Studio di
fattibilità



Come si arriva all'emissione del bond: ruolo dell'advisor (2/4)

- Individuazione tipologia prestito obbligazionario
- Individuazione scadenza prestito obbligazionario
- Necessità di covenant e/o garanzie
- Elaborazione prospetto, regolamento e domande di ammissione

Studio di
fattibilità

Strutturazione
Prestito
obbligazionario



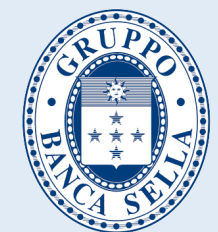
Come si arriva all'emissione del bond: ruolo dell'advisor (3/4)

- Ricerca sottoscrittori

Studio di
fattibilità

Strutturazione
Prestito
obbligazionario

Ricerca
Investitori



Come si arriva all'emissione del bond: ruolo dell'advisor (4/4)

- Dematerializzazione e Quotazione (eventuale) presso Borsa Italiana



Esempio di azienda target

- azienda italiana con almeno 20 milioni di euro di fatturato
- EBITDA superiore al 5%
- indebitamento contenuto (es: PFN/Ebitda < 3)
- rapporto Ebitda/Oneri finanziari netti > di 4
- rapporto di indebitamento netto/patrimonio non superiore a 1,5
- livello di copertura degli oneri del debito pari a 1,7
- business solido con evidenti potenzialità di sviluppo
- investimenti nell'innovazione dei processi e nella internazionalizzazione
- in espansione commerciale e ricerca di nuovi mercati



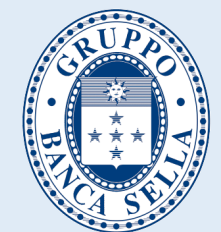
3 – IL RUOLO DELLE BANCHE





Il ruolo delle banche

Le banche sono attori dello sviluppo economico del territorio e il loro stesso sviluppo dipende dalla competitività delle imprese che vi operano



Il ruolo di



BANCA SELLA

**Nuovo servizio di
Finanza di Impresa**

- Consulenti di fiducia della impresa
- Conoscitori della impresa e “originator” e “arranger” di emissioni
- “Broker” per l’individuazione degli investitori
- Investitori diretti o tramite veicoli
- Promotori di veicoli specializzati
- Promotori dello strumento nel portafoglio dei clienti investitori (di adeguata propensione al rischio e consistenza patrimoniale)



Il ruolo di



BANCA SELLA

- Consulenti di fiducia della impresa

**Nuovo servizio di
Finanza di Impresa**

- Conoscitori della impresa e “originator” e “arranger” di emissioni

**Sella Corporate
Finance**

- “Broker” per l’individuazione degli investitori

- Investitori diretti o tramite veicoli

- Promotori di veicoli specializzati

- Promotori dello strumento nel portafoglio dei clienti investitori (di adeguata propensione al rischio e consistenza patrimoniale)



Il ruolo di



BANCA SELLA

- Consulenti di fiducia della impresa
- Conoscitori della impresa e “originator” e “arranger” di emissioni
- “Broker” per l’individuazione degli investitori
- Investitori diretti o tramite veicoli
- Promotori di veicoli specializzati
- Promotori dello strumento nel portafoglio dei clienti investitori (di adeguata propensione al rischio e consistenza patrimoniale)

**Nuovo servizio di
Finanza di Impresa**

**Sella Corporate
Finance**

**Partnership ed investimento in
2/3 Credit Funds (indip)**



Il ruolo di



BANCA SELLA

- Consulenti di fiducia della impresa Nuovo servizio di Finanza di Impresa
- Conoscitori della impresa e “originator” e “arranger” di emissioni Sella Corporate Finance
- “Broker” per l’individuazione degli investitori Partnership ed investimento in 2/3 Credit Funds (indip)
- Investitori diretti o tramite veicoli Nuovo Fondo di Sella Gestioni
- Promotori di veicoli specializzati
- Promotori dello strumento nel portafoglio dei clienti investitori (di adeguata propensione al rischio e consistenza patrimoniale)



Il ruolo di



BANCA SELLA

- Consulenti di fiducia della impresa
- Conoscitori della impresa e “originator” e “arranger” di emissioni
- “Broker” per l’individuazione degli investitori
- Investitori diretti o tramite veicoli
- Promotori di veicoli specializzati
- Promotori dello strumento nel portafoglio dei clienti (di adeguata propensione al rischio e consistenza)

**Nuovo servizio di
Finanza di Impresa**

**Sella Corporate
Finance**

**Partnership ed investimento in
2/3 Credit Funds (indip)**

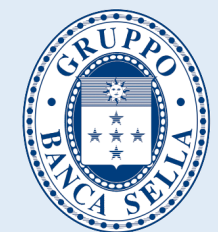
**Nuovo Fondo di Sella
Gestioni**

**Servizio Private
Banking**



Caratteristiche della nostra proposta

- **Indipendenza dagli investitori**
 - Partnership non solo con veicoli di emanazione bancaria, ma anche indipendenti ed esteri e accordi di “presentazione”
 - Riduzione dei conflitti di interesse
- **Non solo capitale di debito, anche soluzioni miste e eventuale componente di equity**
- **Conoscenza del cliente**
- **Presenza in tutti gli aspetti della filiera**

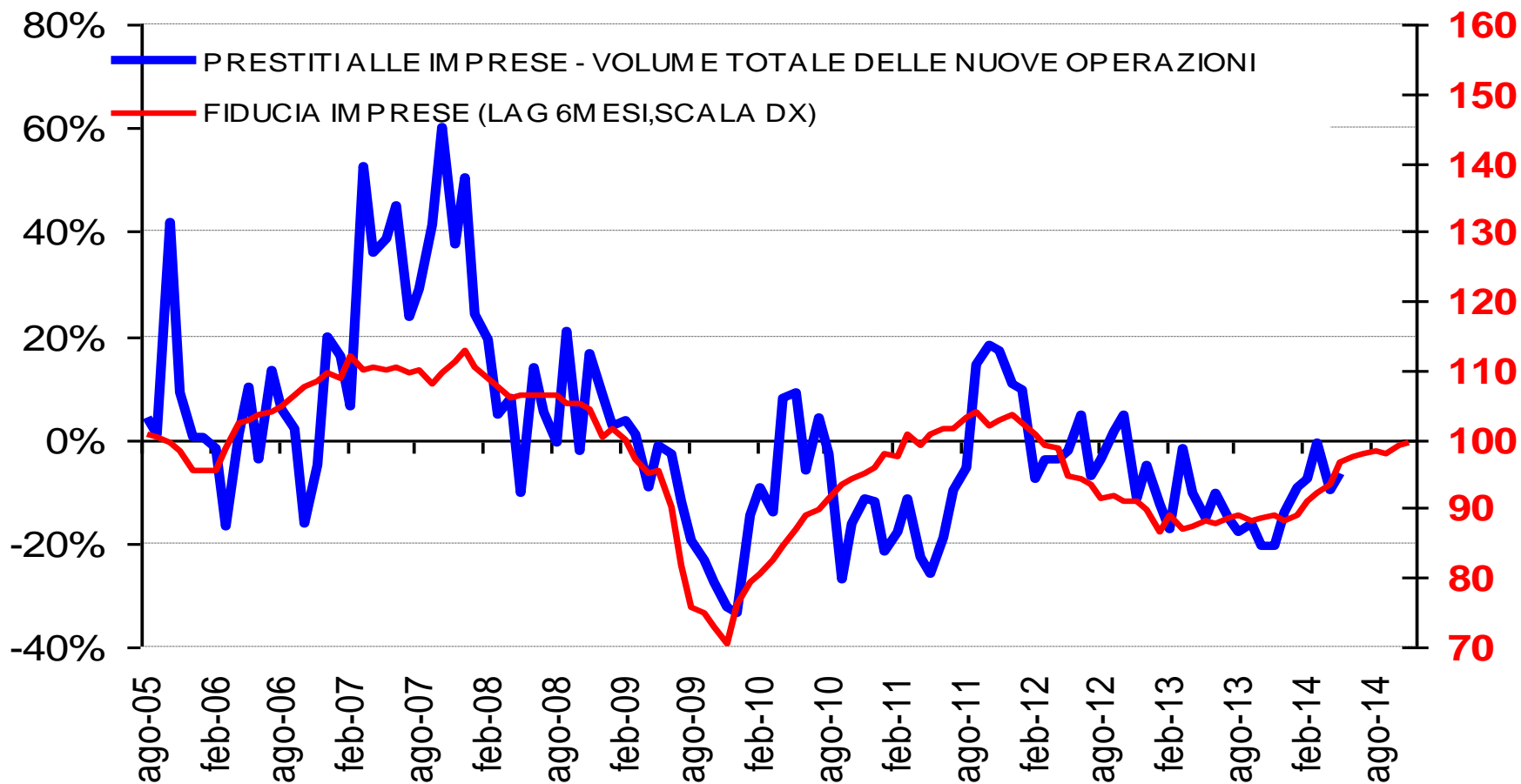




FINE



NUOVE EROGAZIONI IMPIEGHI IMPRESE, VAR.% A/A, E INDICE DI FIDUCIA IMPRESE



L'andamento della fiducia delle imprese (che anticipa di qualche mese l'andamento delle erogazioni) indicherebbe un ulteriore miglioramento delle erogazioni nei prossimi mesi ma non ancora un'espansione.

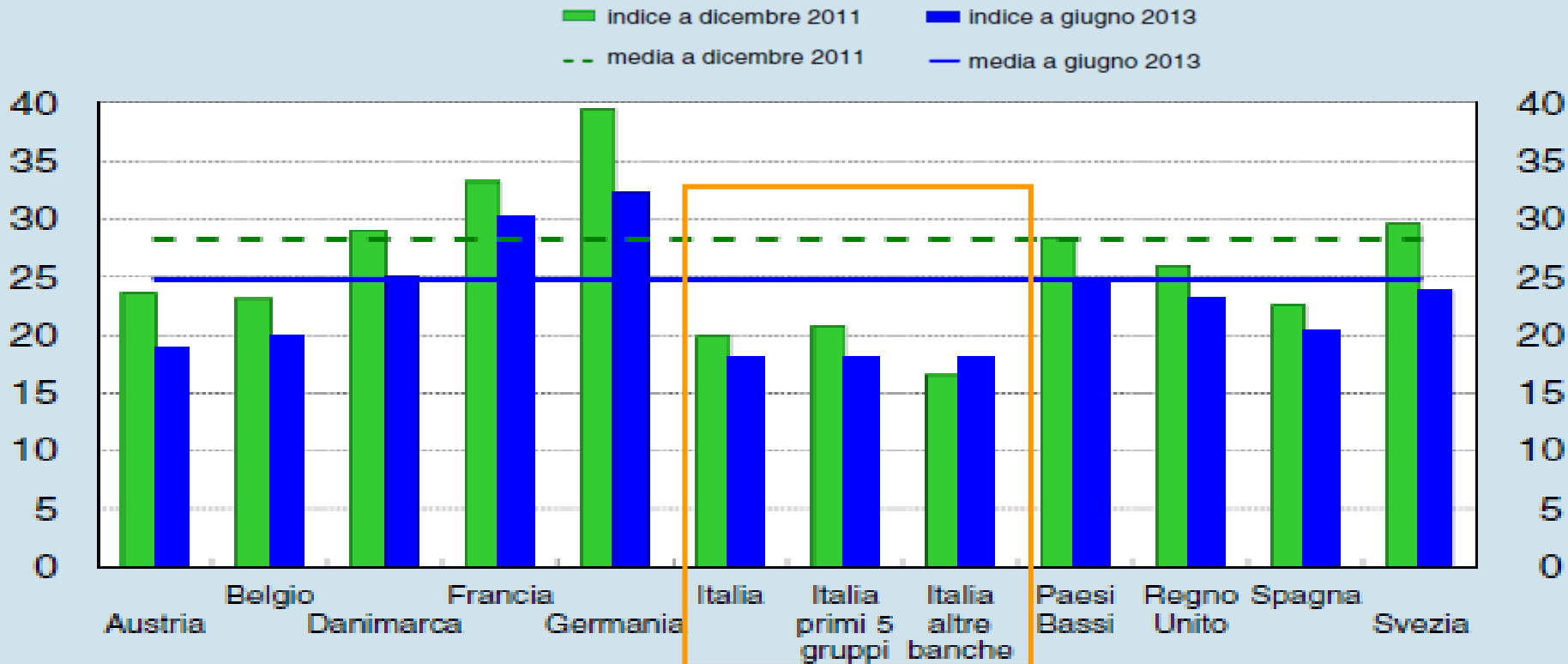
Fonte: BSH Ufficio Studi ed Analisi Finanziaria su dati Bdl

Nuovi Strumenti di Finanziamento per le Imprese
Giorgio De Donno: Napoli 15 luglio 2014



Leverage: confronto EU

Leva banche EU, dic2011- giu2013



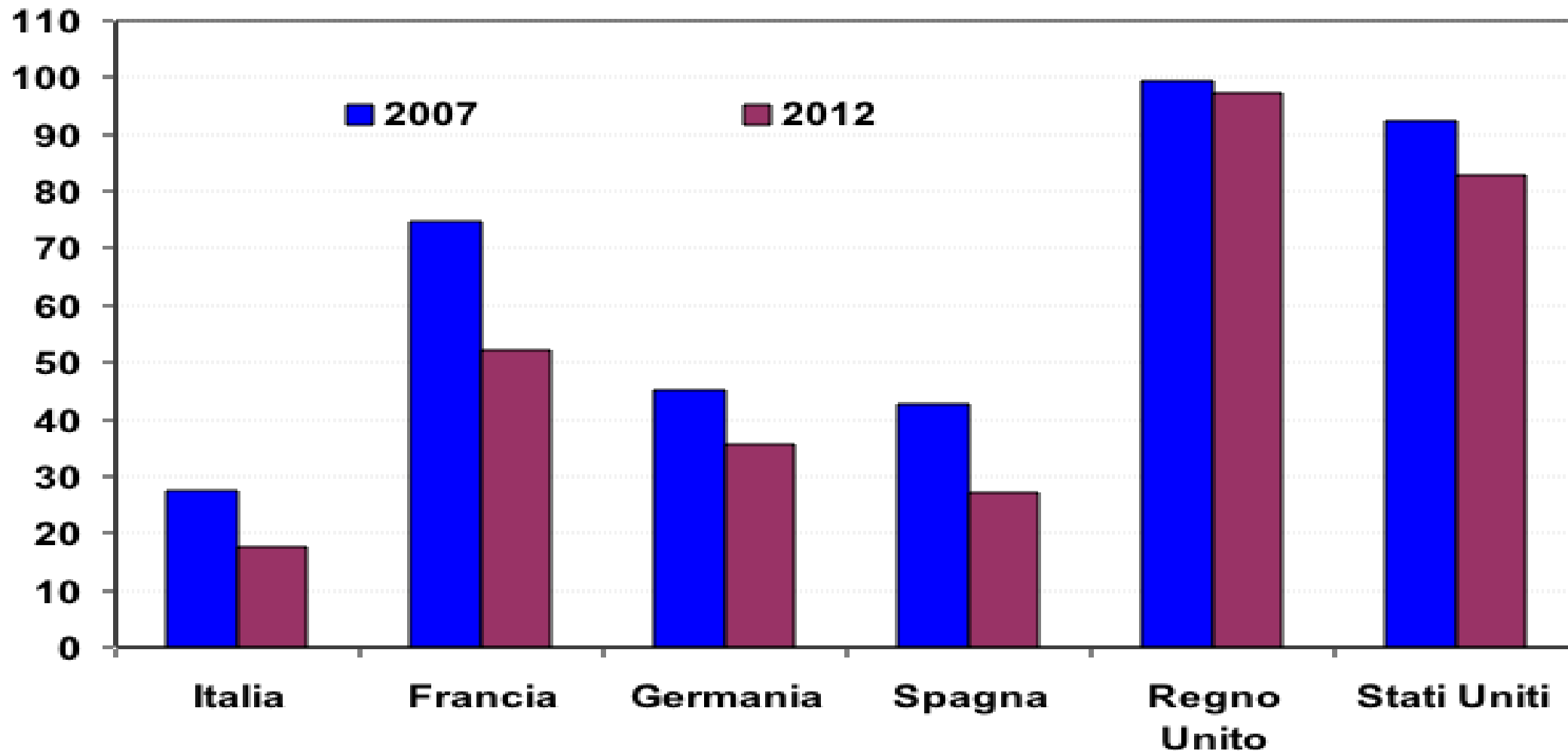
La leva delle banche italiane è inferiore a quella delle banche francesi e tedesche.

Per queste ultime il calo in atto è più vistoso (e presente soprattutto nelle sotto componenti di credito corporate e derivati).

Fonte: elaborazione su dati EBA, SNL Financial e segnalazioni di vigilanza.

(1) La leva finanziaria è calcolata come rapporto tra il totale delle attività di bilancio e una misura di patrimonio data dalla somma di capitale, riserve, utile del periodo e sovrapprezzi di emissione, al netto degli elementi negativi del patrimonio di base. La media del campione è determinata ponderando l'indice di leva finanziaria per il patrimonio. Il campione comprende: per l'Austria, Erste Group Bank, Raiffeisen Zentralbank; per il Belgio, KBC Bank; per la Germania, Deutsche Bank, Commerzbank, Landesbank Baden-Württemberg, DZ Bank, Bayerische Landesbank, Norddeutsche Landesbank, HSH Nordbank Hamburg, Landesbank Hessen-Thüringen Frankfurt, Landesbank Berlin, DekaBank Deutsche Frankfurt, WGZ Bank; per la Danimarca Danske Bank, Jyske Bank, Sydbank, Nykredit; per la Spagna, Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, Banco Popular Español; per la Francia, BNP Paribas, Crédit Agricole, BPCE, Société Générale; per il Regno Unito, Royal Bank of Scotland, HSBC, Barclays, Lloyds; per l'Italia, Intesa Sanpaolo, Unicredit, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare, UBI Banca, Credito Emiliano, Veneto Banca, Credito Valtellinese, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Vicenza, Banca Carige, Mediobanca, ICCREA Holding; per i Paesi Bassi, ING, Rabobank Nederland, ABN Amro Bank; per la Svezia SNS Bank, Nordea Bank AB, SEB AB, Svenska Handelsbanken AB, Swedbank AB. - (2) La variazione della leva finanziaria, $\frac{\text{attivo}_t / \text{patrimonio}_t - \text{attivo}_{t-1} / \text{patrimonio}_{t-1}}$, è scomponibile in "effetto patrimonio" $\frac{\text{attivo}_t}{\text{patrimonio}_t} - \frac{\text{attivo}_{t-1}}{\text{patrimonio}_{t-1}}$ e "effetto prestiti e titoli governativi" $(\text{posizione corrente} - \text{posizione corrente}_{t-1}) / \text{patrimonio}_t$.

Capitalizzazione di borsa delle imprese in rapporto al Pil



(valori percentuali)

Fonte: elaborazioni su dati Datastream

