



Le politiche di sostegno agli investimenti.

Una rassegna della letteratura

A cura di Carlo Buratti¹ e Matteo Colombo²

¹ Prof. ord. di Scienza delle finanze nell'Università di Padova, Dipartimento di scienze economiche e aziendali "Marco Fanno".

² Assegnista di ricerca nell'Università di Padova nella prima fase della ricerca. Attualmente dipendente della Regione Veneto.

Studio redatto nell'ambito della Convenzione tra l'Università di Padova,
Dipartimento di Scienze economiche e aziendali "Marco Fanno" e il Consiglio
regionale del Veneto per lo svolgimento di attività di ricerca

Settembre 2014

Indice

EXECUTIVE SUMMARY	5
--------------------------	----------

PARTE I

STUDI SULL'EFFICACIA DEGLI AIUTI ALLE IMPRESE SECONDO LA FINALITÀ DELL'INTERVENTO

1. QUALCHE NOTA INTRODUTTIVA	11
2. STUDI SUGLI EFFETTI DEGLI INCENTIVI AGLI INVESTIMENTI	
3. GLI INCENTIVI ALLA RICERCA E SVILUPPO	18
4. INCENTIVI ALLA CREAZIONE DI NUOVE IMPRESE	23
5. COME SI FINANZIANO LE PMI	25

PARTE II

Focus su

IL CREDITO ALLE IMPRESE E IL SOSTEGNO PUBBLICO DELLE PMI ATTRAVERSO LA CONCESSIONE DI GARANZIE E IL FINANZIAMENTO DEGLI ORGANISMI DI MUTUA GARANZIA (CONFIDI)

6. INTRODUZIONE	29
7. LA TEORIA	30
7.1 GLI ORGANISMI DI MUTUA GARANZIA	33
8. L'EVIDENZA EMPIRICA	35
8.1 GLI SCHEMI DI GARANZIA PUBBLICA	36
8.2 GLI ORGANISMI DI MUTUA GARANZIA	37
9. CONCLUSIONI	40
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	42

Executive summary

Gli incentivi alle imprese sono uno strumento di politica economica ampiamente utilizzato in tutti i paesi avanzati. In circa mezzo secolo sono stati fatti sforzi notevoli (soprattutto negli USA, in Canada e in Inghilterra) per cercare di appurare l'efficacia di tali misure di *policy*: misure che possono assumere forme e finalità molto diverse. Nonostante la vasta letteratura accumulata su questo tema, però, esiste ancora un ampio margine di incertezza circa la effettiva validità di queste politiche. Gli studi empirici, infatti, portano spesso a risultati divergenti.

Ci pare però che su alcuni punti si sia raggiunta una sufficiente convergenza di consensi, che permette di fornire alcune indicazioni di *policy* per la revisione degli attuali incentivi agli investimenti.

Gli incentivi diretti a favorire la costruzione, ampliamento e rinnovo degli impianti, erogati per lo più nella forma di contributi e/o di credito agevolato non sembrano avere prodotto apprezzabili effetti espansivi sugli investimenti stessi. Le verifiche empiriche mostrano, al più, incrementi degli investimenti nel breve termine, ma non nel medio-lungo termine: segno evidente che le imprese tendono ad anticipare gli investimenti già programmati per godere delle agevolazioni. L'effetto delle agevolazioni è quindi presumibilmente quello di migliorare la struttura finanziaria e la redditività delle imprese beneficiarie. Gli studi suddetti non riguardano però gli aiuti pubblici concessi solo in caso di investimenti aggiuntivi rispetto alla media degli anni precedenti; per tali forme di incentivazione è probabile che si abbia addizionalità degli investimenti sussidiati (vedi oltre riguardo al credito di imposta c.d. incrementale).

Va sottolineato che, a causa della carenza di dati sulle PMI, le indagini empiriche sono state quasi sempre effettuate su campioni statistici in cui le imprese grandi e medio-grandi sono nettamente prevalenti o sono le sole aziende rappresentate. Esiste quindi il dubbio che per le piccole imprese gli incentivi possano essere più efficaci: in realtà, le rare verifiche effettuate sulle PMI mostrano che, in genere, c'è stato un effetto positivo sugli investimenti.

Per gli **incentivi diretti in modo specifico al sostegno della R&S**, gli esiti delle verifiche empiriche sono più favorevoli, almeno per le PMI. Per le grandi imprese si riscontra un aumento (rispetto alle imprese che non hanno ottenuto gli aiuti) delle domande di brevetto nei primi due anni dopo l'erogazione degli incentivi ma nei successivi due anni l'effetto positivo scompare: si verifica quindi, anche in questo caso, una anticipazione di progetti di investimento già pianificati dalle imprese. Nel medio termine (4 anni) non si hanno effetti positivi nemmeno su fatturato, occupazione e produttività del lavoro.

Per le PMI, la maggior parte degli studi recenti ravvisa invece un effetto positivo degli incentivi in R&S. L'evidenza empirica è coerente con la teoria, che sottolinea la maggiore difficoltà delle piccole imprese di ottenere credito (soprattutto per

investimenti innovativi) a causa della nota asimmetria informativa banca/impresa e delle scarse garanzie reali che l'impresa può dare.

Gli **incentivi alla costituzione di nuove imprese a conduzione o proprietà (prevalentemente) giovanile o femminile** hanno incontrato negli ultimi anni notevole successo in Italia e all'estero. La stessa UE giudica favorevolmente tali interventi. In effetti, tali misure sembrano un valido strumento per inserire, o re-inserire, nel mondo del lavoro soggetti che possono considerarsi svantaggiati, soprattutto nelle attuali condizioni del mercato del lavoro e, più in generale, dell'economia. In qualche caso, questi incentivi sono anche giustificati con la volontà di valorizzare capacità inutilizzate, che possono essere presenti fra i disoccupati e gli inoccupati.

Le verifiche empiriche dell'efficacia di queste politiche sono quasi inesistenti e quindi non si può esprimere un giudizio sufficientemente fondato pro o contro le suddette misure. Uno studio riguardante l'Italia evidenzia che le nuove imprese nate con gli aiuti pubblici hanno tassi di sopravvivenza superiori rispetto ad analoghe imprese non sussidiate, ma che la maggiore vitalità delle prime dipende esclusivamente dai generosi sussidi di cui hanno goduto. Si può aggiungere che la nascita di nuove imprese nel commercio e in altri settori tradizionali (parrucchieri, bar, ristoranti, tintorie, ecc.) non ha probabilmente nessun impatto sullo sviluppo economico dell'area; stante la sostanziale rigidità della domanda rispetto alla numerosità degli esercizi in questione, l'effetto principale dell'apertura di nuove attività consiste nella redistribuzione delle vendite, del valore aggiunto e dei profitti fra vecchi e nuovi esercizi. E' possibile inoltre, e forse probabile, che l'apertura delle nuove attività induca l'uscita dal mercato di parte delle vecchie imprese operanti nello stesso campo. Dunque, l'effetto positivo sull'occupazione, che è uno (forse il principale) obiettivo di queste politiche potrebbe essere di molto inferiore di quanto appaia. Di conseguenza, il costo di un posto di lavoro creato con gli incentivi potrebbe essere molto più alto rispetto a quello ottenibile dal semplice calcolo: Costo dell'incentivo / n. di addetti impiegati nella nuova attività.

Un crescente numero di studi empirici riguarda l'efficacia di specifici strumenti di incentivazione degli investimenti (in particolare, il credito di imposta e le garanzie pubbliche sul finanziamento delle PMI).

Molto è stato scritto sul **credito di imposta agli investimenti** ed è ormai appurato che tale forma di incentivo è efficace più di altre forme di incentivazione, quali i contributi pubblici. La massima efficacia è legata, come ovvio, al credito di imposta incrementale, ovvero al credito di imposta concesso in proporzione ai maggiori investimenti effettuati nell'anno rispetto a una media degli anni precedenti. Per tale versione del credito di imposta gli investimenti aggiuntivi eccedono il costo dell'agevolazione per l'erario.

Il credito di imposta è raccomandato anche per la sua automaticità, che riduce i costi di amministrazione dell'incentivo, i tempi di erogazione, le distorsioni nell'allocazione delle risorse e la probabilità che di tali agevolazioni usufruisca la malavita organizzata.

Per contro, è stato osservato che se l'impresa volesse massimizzare il beneficio fiscale, il credito di imposta incrementale potrebbe generare un andamento ciclico degli investimenti. Non risulta però una verifica empirica di questa ipotesi.

Infine diversi economisti si sono dedicati negli anni recenti alla verifica empirica dell'efficacia di diverse politiche di **agevolazione del credito per le PMI**: a) fondi di rotazione per la concessione di credito agevolato; b) garanzie pubbliche; c) sostegno finanziario dei Confidi.

Studi recenti su **schemi di garanzia** adottati in Italia con legge statale o regionale dimostrano che le garanzie pubbliche sono efficaci nel garantire migliori finanziamenti alle PMI: le aziende che accedono alle garanzie pubbliche godono di tassi più bassi rispetto alle aziende non agevolate e presentano una minore incidenza dei debiti a breve termine sul totale delle risorse finanziarie. Il tasso di *default* delle imprese garantite è particolarmente basso, in conseguenza dell'accurato processo di selezione dei beneficiari. Non risulta però accertato un impatto positivo sugli investimenti (ovvero non si ha un maggior volume di investimento), almeno nel breve-medio termine oggetto dell'analisi. La distinzione fra gli aiuti agli investimenti e quelli diretti in modo esplicito al consolidamento finanziario delle aziende tende perciò a sfumare.

Il **sostegno pubblico dei Confidi** sembra giustificato dall'importante funzione che questi ultimi svolgono nell'agevolare l'accesso al credito delle piccole imprese. Le indagini empiriche hanno accertato che le imprese associate a un Confidi ottengono finanziamenti a tassi di interesse significativamente inferiori e in tempi più rapidi rispetto ad altre PMI simili ma non associate. I tassi di *default* delle imprese agevolate, anche in questo caso, sono particolarmente bassi; secondo qualche studio addirittura più bassi di quelli *medi* delle PMI. Inoltre, l'esperienza di questi anni mostra chiaramente che i Confidi contribuiscono a garantire il flusso dei finanziamenti alle PMI, a tassi ragionevoli, anche in periodi di crisi finanziaria e *credit crunch*; dal 2008 si è però verificato l'aumento del tasso di *default* delle imprese garantite.

I fondi di garanzia presentano un ulteriore vantaggio, che consiste nell'effetto-leva, ovvero nella possibilità di attivare volumi di credito rilevanti con un impiego limitato di risorse pubbliche

Parte I

**STUDI SULL'EFFICACIA DEGLI
AIUTI ALLE IMPRESE SECONDO LA
FINALITÀ DELL'INTERVENTO**

1. Qualche nota introduttiva

Pressocché tutti i Paesi avanzati destinano alle imprese aiuti di varia natura (agevolazioni tributarie, contributi a fondo perduto, credito agevolato, fondi di rotazione, garanzie su crediti) che rappresentano una quota non trascurabile del bilancio pubblico. L'Italia non fa eccezione. Nel 2011 i trasferimenti alle imprese in senso stretto (con esclusione quindi degli aiuti alle imprese di servizio pubblico e dei trasferimenti aventi finalità sociali) ammontavano a circa 10 miliardi di euro (Giavazzi et al. 2012). In rapporto al PIL l'Italia spende grosso modo come la media dei paesi europei, ma – come avverte Giavazzi – i confronti internazionali non sono molto attendibili a causa di una certa disomogeneità nella costruzione delle statistiche.

Le finalità di questi interventi sono varie e, a volte, non chiaramente definite. In questo paragrafo introduttivo si cercherà di fare chiarezza sui possibili obiettivi delle agevolazioni.

Parte degli aiuti pubblici alle imprese si rifanno all'esistenza dei c.d. "*fallimenti del mercato*". Fallimenti del mercato si possono avere, per esempio, nel finanziamento delle imprese private. Le banche e gli altri istituti finanziari possono non essere in grado di valutare correttamente il merito di credito di un'impresa che proponga investimenti innovativi (che si presume abbiano un esito particolarmente incerto) o di un'impresa nuova, che non abbia una storia creditizia sufficientemente lunga su cui fondare il giudizio dell'ente finanziatore. Più in generale, le piccole imprese risultano più "opache" al sistema creditizio, sia per la contabilità utilizzata (meno analitica rispetto alle grandi imprese) sia per altre ragioni. In tutti questi casi ci si trova di fronte ad *asimmetrie informative*: una ragione classica di fallimento del mercato. Gli investimenti in ricerca e sviluppo (R&S) sono fra quelli più penalizzati, perché essi hanno in genere un esito molto incerto: le previsioni riguardo alla durata del periodo di ricerca e sperimentazione, ai costi della ricerca e anche ai possibili sbocchi di mercato possono rivelarsi errate; è ovvio allora che la banca può essere restia a concedere il prestito.

Le banche, in presenza di asimmetrie informative, possono richiedere garanzie reali, e più raramente, personali (fidejussioni) alle imprese, ma le imprese di piccole dimensioni e, soprattutto, le imprese nuove possono trovarsi nell'impossibilità di fornire adeguate garanzie reali, per cui il mercato discrimina pesantemente a sfavore delle PMI e delle imprese nuove.

Gli investimenti in R&S sono particolarmente penalizzati dal mercato anche per una ragione diversa dalle asimmetrie informative: la difficoltà per l'impresa che investe di recuperare interamente i frutti della propria attività di ricerca; frutti di cui possono godere, in una certa misura, anche altre imprese³. Naturalmente, questi *spillovers* sono meno rilevanti o, al limite, del tutto assenti se le innovazioni di prodotto o di processo sono brevettabili: il brevetto garantisce, infatti, lo sfruttamento in esclusiva

³ Questa è un'altra ragione di fallimento del mercato.

dell'innovazione per un congruo numero di anni; ma non sempre l'innovazione è brevettabile e, in particolare, la ricerca di base ben difficilmente dà origine a *outputs* brevettabili; pertanto le imprese tenderanno a investire in R&S in misura inferiore all'ottimo (K. Arrow 1962).

Ci sono quindi, apparentemente, buone ragioni per cui la pubblica amministrazione (P.A.) dovrebbe sostenere gli investimenti delle imprese, in particolare quelli in ricerca e sviluppo e quelli delle imprese piccole e nuove. Queste motivazioni, tutte connesse ai c.d. fallimenti di mercato, sono state alla base di molti interventi di aiuto alle imprese in Italia e all'estero in oltre mezzo secolo di politica industriale.

Nell'armamentario della politica industriale sono però inclusi interventi con finalità in parte o affatto diverse, che si sono sviluppati soprattutto nelle decadi più recenti. Gli aiuti alle imprese possono essere legati alla convinzione che l'investimento sia un fattore di sviluppo e che pertanto vada sostenuto, particolarmente in periodi di stagnazione e difficoltà economiche come gli anni che stiamo attraversando. In particolare gli investimenti in R&S e in settori innovativi (ICT, ecc.) sono visti oggi come potenti fattori di sviluppo e come un mezzo per rendere più competitiva l'economia in un mondo globalizzato dove la concorrenza sui prodotti tradizionali è divenuta estremamente accesa.

Altri aiuti pubblici, sia in Italia che all'estero, mirano ad agevolare la nascita di nuove imprese, soprattutto giovanili e femminili: politiche in cui si mescolano obiettivi di natura schumpeteriana (accelerare il rinnovamento delle imprese per favorirne la competitività) con altri di natura squisitamente sociale (favorire l'occupazione e il progresso di fasce della popolazione considerate deboli o svantaggiate).

Non sono mancati in Italia interventi tesi al consolidamento dei debiti delle aziende: interventi giustificabili in parte con le asimmetrie informative di cui soffre il sistema finanziario (soprattutto nei confronti delle PMI e delle imprese nuove), ma che possono facilmente trasformarsi in un indebito sostegno a imprese "decotte", che sarebbe bene fossero eliminate dal mercato (perché, come insegna Schumpeter, il buon funzionamento del mercato richiede l'uscita delle imprese deboli e inefficienti e la loro sostituzione con imprese più efficienti).

Vanno infine ricordate le agevolazioni tese a favorire gli investimenti nelle aree in ritardo di sviluppo, la cui giustificazione primaria è costituita dalle condizioni di svantaggio di cui soffrono le medesime aree: quindi, aiuti pubblici per compensare le diseconomie sofferte da chi investe in quelle aree.

La valutazione di queste politiche ha impegnato fin dal secondo dopoguerra un folto gruppo di studiosi che hanno prodotto analisi con risultati spesso contrastanti. La rassegna di R. Bird (1980) sui primi studi in materia è, da questo punto di vista, illuminante. Le metodologie di analisi sono state affinate nel corso del tempo e dai primi studi basati su questionari e interviste si è passati ad analisi di tipo econometrico tese a separare gli effetti degli incentivi da quelli di altri fattori che possono avere condizionato le scelte di investimento per arrivare infine ad analisi di

tipo controfattuale, che oggi sono divenute lo strumento di valutazione prevalente e, probabilmente, più attendibile: con questo approccio si cerca di stimare gli effetti degli incentivi confrontando le imprese trattate (che hanno ricevuto gli aiuti) con un campione di imprese non trattate che replichi il più possibile le caratteristiche delle imprese trattate. Un ulteriore recente sviluppo consiste nell'adottare modelli strutturali (Cerulli 2010) nei quali il livello dell'investimento in R&S è posto in relazione con una serie di variabili esplicative, fra cui l'utilizzo del sussidio, generalmente rappresentato con una *dummy*. Questo approccio, utilizzato soprattutto nella valutazione degli effetti del credito di imposta sugli investimenti, consente di pervenire alla misura dell'elasticità dell'investimento in R&S rispetto al sussidio (Hall e Van Reenen 2000). Nonostante l'impiego di queste nuove metodologie di analisi, i risultati di diversi studi continuano a divergere in modo imbarazzante riguardo all'efficacia dei sussidi. (David et al. 2000, Garcia-Quevedo 2000, Zuñiga-Vicente et al. 2012).⁴

Negli anni recenti alcuni studiosi hanno cercato di accertare con metodi statistici le ragioni di queste divergenze, ma con scarsi risultati (Garcia-Quevedo 2000, Zuñiga-Vicente et al. 2012)⁵. E' chiaro però che sui risultati incidono molti fattori: il paese cui si riferisce l'analisi, il periodo considerato, il tipo di impresa interessato dagli incentivi, il tipo di incentivo, l'entità dello stesso, le modalità di selezione delle aziende o dei progetti beneficiari ecc.

Le varie tipologie di aiuto hanno le loro specificità ed è opportuno esaminarle separatamente. Lo faremo nei prossimi paragrafi. Qui ci si limita a fornire qualche *caveat* rispetto all'efficacia delle politiche di aiuto alle imprese tratto da un celebre contributo di Richard Bird (1980), un po' datato ma ancora sostanzialmente valido. Nell'ambito di un'ampia rassegna degli studi fino ad allora compiuti sull'efficacia degli incentivi agli investimenti (con riferimento principale ma non esclusivo al Canada), egli osserva quanto segue:

- Il fatto che uno specifico aiuto, per esempio all'industria manifatturiera, abbia fatto aumentare gli investimenti di quest'ultima non implica che l'investimento complessivo dell'economia sia cresciuto; infatti, l'investimento nell'impresa manifatturiera potrebbe essere cresciuto a scapito dell'investimento in altri comparti dell'economia (effetto di spiazzamento); questo può avvenire per diverse ragioni:
 - perché l'investimento delle imprese agevolate fa salire il costo dei beni capitale, con un effetto di restrizione sugli investimenti delle altre imprese;

⁴ Il paper di Garcia-Quevedo analizza 39 studi comprendenti 74 diverse stime; quello di Zuñiga-Vicente riferisce di 77 studi diversi; David et al. di 33 studi diversi.

⁵ La ragione principale di questo fallimento è la mancanza di dati su alcuni aspetti che potrebbero avere avuto un peso nel determinare il risultato degli incentivi; per esempio, se l'azienda abbia avuto in precedenza e con frequenza altri aiuti pubblici, il tipo di investimento (per la ricerca o per lo sviluppo), ecc.

- perché il maggior merito di credito delle imprese agevolate spiazza le imprese non agevolate sul mercato creditizio ogniqualvolta ci si trovi in una situazione di razionamento del credito;
- In caso di spiazzamento di altri investimenti, il vero costo dell'agevolazione non è l'onere che figura a carico dello Stato o di altro ente della P.A. ma è pari all'investimento venuto meno (costo-opportunità);
- Il fatto che l'investimento sia cresciuto nel breve termine non implica che l'investimento risulti più alto anche nel medio-lungo termine; infatti, in molti casi l'effetto dell'incentivo consiste nell'anticipazione dell'investimento; le imprese hanno, in genere, piani di investimento già definiti e l'incentivo difficilmente porta ad avviare nuovi investimenti non contemplati in quei piani;
- Se i beneficiari delle agevolazioni non sono attentamente selezionati, può succedere che l'agevolazione sia goduta anche da imprese che avrebbero comunque fatto l'investimento; l'agevolazione costituisce quindi un costo cui non corrisponde alcun beneficio sociale (ma aumenta i profitti dell'impresa);
- Gli effetti del maggiore investimento sull'occupazione può essere nullo o, addirittura, negativo: infatti uno degli effetti degli incentivi agli investimenti è la riduzione del costo del capitale rispetto agli altri fattori produttivi; risulta quindi più conveniente adottare processi produttivi *capital intensive*;
- Come effetto congiunto dei due punti precedenti, il costo di un posto di lavoro aggiuntivo (quando questo sia effettivamente stato indotto dall'investimento incentivato) può essere molto alto; quindi, se lo scopo ultimo dell'aiuto alle imprese è sostenere l'occupazione, è più opportuno intervenire con sostegni diretti all'occupazione;
- Gli incentivi agli investimenti non sono il mezzo ideale per rilanciare l'economia in caso di stagnazione o recessione, perché gli effetti degli incentivi sulla spesa per investimenti sono differiti di alcuni anni rispetto all'erogazione dell'aiuto (questo, forse, non è sempre vero, ma è quanto risulta dalle esperienze esaminate da Bird).

Più recentemente sono state formulate altre interessanti osservazioni circa l'efficacia degli incentivi, che vale la pena di riportare già in questa sezione iniziale, perché risultano utili per inquadrare correttamente gli studi riportati nelle pagine seguenti.

- Gli incentivi agli investimenti possono far salire non solo il costo del capitale ma anche i prezzi di altri fattori della produzione; in particolare, gli incentivi alla R&S in presenza di rigidità dell'offerta di lavoro altamente specializzato possono far salire le remunerazioni, soprattutto nel breve periodo. Gli aiuti alla R&S si traducono quindi in parte in una rendita per i lavoratori e la competizione delle imprese per assicurarsi le migliori "teste" può dar luogo allo spiazzamento di altre attività di ricerca e sviluppo da parte di altre imprese.
- Quando gli aiuti agli investimenti sono concessi da enti territoriali sub-centrali e sono di livello tale da influenzare le decisioni circa la localizzazione

delle nuove iniziative industriali, l'effetto sull'investimento a livello nazionale può essere nullo.

- Quando diverse Regioni, soprattutto limitrofe, offrono gli stessi incentivi e le aziende possono godere di entrambi, gli effetti localizzativi tendono a neutralizzarsi.
- Non è sufficiente accertare che l'incentivo ha indotto una maggiore spesa per R&S per stabilire che si è attuata una politica efficace: bisogna anche verificare se ci sono stati effetti positivi sulla redditività e competitività dell'impresa, nonché per il sistema economico nel suo complesso; il sostegno della ricerca e sviluppo è, in effetti, uno strumento per il conseguimento di questi ulteriori obiettivi. In letteratura (Mohnen e Lokshin 2009) si distingue tra: a) *i risultati di primo impatto* (la crescita della spesa in R&S); b) *i risultati di secondo ordine*, misurati dal numero di brevetti, dalla quota delle vendite derivante da prodotti innovativi, dalla produzione di prodotti nuovi per il mercato e non solo per l'azienda; c) *gli effetti del terzo ordine*, relativi alla produttività e redditività dell'azienda. Gli effetti finali sull'economia e la società (quelli che gli economisti definiscono "effetti sul welfare"), comprensivi dei costi connessi all'amministrazione degli incentivi, degli *spillovers* positivi prodotti dalla R&S e delle distorsioni nell'allocazione delle risorse legate al finanziamento degli aiuti alle imprese, possono essere valutati soltanto attraverso una analisi costi-benefici, ma questa strada non è stata battuta quasi mai per l'indisponibilità della ingente massa di dati che sarebbe necessaria per l'analisi. (vedi tuttavia Department of Finance, Canada, 2007).
- Gli incentivi dovrebbero beneficiare, in linea di principio, gli investimenti marginali, ovvero quei progetti che non verrebbero realizzati senza l'aiuto pubblico; tuttavia, nella maggior parte dei casi vanno a beneficiare anche investimenti che sarebbero comunque stati realizzati dalle imprese; in tal caso l'incentivo si trasforma in una rendita per l'impresa efficiente. È importante che i programmi di aiuto alle imprese siano disegnati in modo tale da ridurre al minimo il *deadweight* connesso a questo fenomeno, che rappresenta una spesa improduttiva.
- Gli incentivi percepiti dagli operatori come permanenti sono più efficaci rispetto a misure introdotte per un solo anno (Guellec e Van Pottelsberghe de la Potterie, 2004).

Ciò premesso, nelle pagine seguenti riportiamo una sintesi dei principali studi sugli effetti degli aiuti alle imprese adottati in Italia a livello statale o regionale, con riferimento agli anni più recenti. Molti di tali studi sono frutto di analisi del Servizio Studi della Banca d'Italia, che ha dedicato grande attenzione all'argomento. Per completezza, si citano anche studi condotti in altri paesi (in tempi non sempre recenti). L'esposizione è articolata in due parti. Nella prima si dà conto degli studi effettuati sull'efficacia degli incentivi, articolati per finalità dell'intervento: sostegno degli investimenti delle PMI in genere, incentivazione delle spese di ricerca e sviluppo, promozione della nascita di nuove imprese a conduzione femminile e/o giovanile, e così via. Nella seconda parte si fa una sintesi della letteratura, ormai abbastanza vasta, circa gli effetti di interventi specifici tesi ad agevolare l'accesso al

credito da parte delle imprese, con particolare riferimento alle piccole imprese e alle imprese di nuova costituzione.

Ci sia consentito sottolineare come il tema di cui ci occupiamo sia, oggi più che mai, di grande rilievo. Le perduranti difficoltà economiche che il Paese si trova ad affrontare ormai da oltre un lustro si inseriscono notoriamente in un contesto che già in precedenza era caratterizzato da pericolosi squilibri, dei quali la bassa crescita e l'elevatissimo debito pubblico sono i parametri maggiormente significativi. La politica economica del Paese si dibatte fra l'esigenza di garantire l'equilibrio dei conti pubblici, rispettando rigorosamente gli impegni assunti in sede europea e la volontà di favorire la crescita economica: obiettivi che possono diventare compatibili solo con un intelligente controllo della spesa pubblica, teso a indirizzare le sempre più scarse risorse di bilancio verso spese produttive, che siano un effettivo motore di crescita. Gli incentivi alle imprese non possono sottrarsi a questo scrutinio: sono importanti strumenti di politica industriale, che devono essere costruiti su basi razionali e attentamente monitorati.

2. Studi sugli effetti degli incentivi agli investimenti

Cannari, D'Aurizio e De Blasio (2006) hanno condotto una indagine su un ampio campione di imprese manifatturiere contattate tramite questionari nell'ambito dell'indagine annuale sulle imprese industriali e di servizi condotta dalla Banca d'Italia. All'usuale questionario, nella rilevazione del 2005, è stata aggiunta una sezione contenente domande tese ad appurare la reazione delle imprese ai sussidi ricevuti o potenzialmente ottenibili dalle imprese stesse in base alla normativa in vigore. Le leggi di incentivazione prese in considerazione sono state di fatto la legge n. 488/1992 e la legge 388/2000. La prima concedeva contributi a fondo perduto per il finanziamento di specifici progetti di investimento; l'assegnazione avveniva mediante una graduatoria basata sulla percentuale di spesa finanziata con fondi propri, il numero di posti di lavoro creati e l'entità dell'aiuto richiesto. Il secondo provvedimento di legge concedeva invece, alle aziende che investivano in aree in ritardo di sviluppo, una esenzione tributaria legata alla spesa annua in conto capitale. Secondo gli autori l'attendibilità dei dati rilevati tramite questionario sarebbe elevata, perché le aziende hanno un rapporto di fiducia con la Banca nato in seguito a una pluriennale collaborazione, sanno che i dati sono utilizzati solo a scopo di ricerca e non hanno sostanzialmente interesse a manipolare le risposte.

Dall'indagine risulta che le imprese sussidiate investono di più rispetto alle aziende non sussidiate, ma:

- o solo il 22,5% delle imprese sussidiate investe di più di quanto avrebbe fatto senza il sussidio;

- e solo il 3,7% delle imprese sussidiate non avrebbe investito affatto senza il sussidio;
- il 67,7% delle stesse aziende avrebbe comunque fatto lo stesso investimento nello stesso momento;
- mentre il 6,1% delle imprese sussidiate avrebbe investito lo stesso ammontare ma in un progetto diverso.

Inoltre, delle imprese che dichiarano che avrebbero investito di meno senza il sussidio,

- il 64,2% avrebbe posticipato l'investimento;
- il 26,6% non avrebbe fatto l'investimento perché senza sussidio il progetto non sarebbe stato profittevole;
- l'8,5% avrebbe investito di meno perché l'impresa non sarebbe stata in grado di ottenere credito.

Gli investimenti addizionali sono, nella migliore delle ipotesi, il 14,6% dei sussidi erogati, ma scendono a un valore pressoché nullo se si adotta un criterio più restrittivo per definire gli investimenti aggiuntivi.⁶ L'evidenza riguardo all'efficacia degli incentivi è dunque molto negativa e gli autori concludono che «...*envisaging a more effective way to use public money should be high in the agenda of policy makers...*». Tuttavia, queste conclusioni sono tratte da una indagine effettuata su un campione composto prevalentemente da grandi imprese. È possibile che per le PMI l'effetto degli incentivi sia maggiore. Gli autori riscontrano peraltro un impatto più marcato sulle imprese del Mezzogiorno (è maggiore la percentuale di imprese che dichiara che senza sussidio non avrebbe investito perché l'investimento non sarebbe stato profittevole o perché non avrebbe ottenuto i fondi necessari).

Bronzini e de Blasio (2006) tornano ad occuparsi della legge n. 488/1992 applicando un diverso metodo di valutazione: l'analisi controfattuale, che, come già detto, effettua un confronto fra i valori che la variabile-risultato (in questo caso il rapporto fra l'investimento dell'anno t e lo stock di capitale dell'anno precedente) assume nelle aziende trattate e in quelle non trattate (ovvero, quelle che non hanno ottenuto l'incentivo). Il campione delle non trattate è costituito dalle imprese che hanno fatto domanda per le agevolazioni ma non hanno ottenuto i fondi. Dei quattro bandi effettuati sulla legge 488 gli autori prendono in considerazione i due centrali e, in particolare il secondo (il terzo, comunque, dà risultati simili al secondo).

I risultati non sono molto dissimili da quelli ottenuti con l'indagine precedente, che faceva ricorso esclusivamente ai questionari. Si osserva un effetto positivo sul livello degli investimenti nel secondo anno successivo all'erogazione del sussidio, ma questo risultato è dovuto esclusivamente alla anticipazione degli investimenti finalizzata al

⁶ Nell'ipotesi più favorevole sono considerati addizionali gli investimenti delle aziende che dichiarano che, in assenza del sussidio, non avrebbero investito esattamente la stessa somma nel medesimo progetto di investimento. Fra queste sono però incluse le imprese che avrebbero investito la stessa cifra in un diverso progetto, o avrebbero modificato il *timing* dell'investimento in assenza del sussidio. Al netto di questi casi, l'investimento aggiuntivo, rispetto a quello che si sarebbe avuto in assenza di incentivazione, scende a valori prossimi a zero.

godimento del sussidio. Due anni dopo la fine dell'assistenza finanziaria (che è triennale)⁷ l'effetto cumulato sugli investimenti è nullo.

Il giudizio sulla politica di incentivazione si conferma, quindi, negativo. Gli autori aggiungono, però, l'interessante osservazione che le imprese trattate investivano di più delle imprese non trattate già negli anni precedenti all'erogazione del sussidio. Il processo di selezione ha favorito quindi di fatto le grandi imprese e fra queste quelle più efficienti, che avrebbero comunque investito. Il saggio pone quindi implicitamente l'accento sull'importanza delle regole di selezione delle aziende che fanno domanda.

Il lavoro di Bronzini e de Blasio fornisce un altro importante elemento di conoscenza. Se le agevolazioni non si traducono in investimenti addizionali, dove finiscono i sussidi? Secondo gli autori i sussidi fanno crescere i profitti e il *cash flow* e riducono il livello di indebitamento dell'azienda. Dunque, i sussidi vanno alle imprese più competitive, che avrebbero comunque effettuato gli investimenti, e di tali imprese rafforzano sia la redditività che la solidità finanziaria: un risultato che non appare in linea con gli obiettivi dichiarati dell'agevolazione. Su questo aspetto si veda anche il lavoro di Scalera e Zazzaro (2000), che mettono in discussione i criteri adottati per selezionare le aziende da ammettere ai finanziamenti della legge 488/1992.

Alla fine, in linea con Bronzini e de Blasio, dobbiamo aggiungere un *caveat* circa la possibilità di generalizzare le conclusioni su esposte a tutte le imprese. I risultati sono stati ottenuti esaminando un campione di imprese che per la realtà italiana possono essere considerate grandi. Resta quindi il dubbio che per imprese piccole, povere di mezzi finanziari, gli effetti dei sussidi potrebbero essere diversi (Bronzini e de Blasio 2006, p. 32)

3. Gli incentivi alla ricerca e sviluppo

Gli incentivi alla attività innovativa delle imprese sono frequenti e impegnano risorse di importo rilevante in molti paesi (OECD 2011). Come si è accennato nell'introduzione, si ritiene che investire in ricerca e sviluppo favorisca la crescita e la competitività dell'economia⁸; ma poiché si tratta di attività rischiose, il cui risultato non è per nulla garantito (soprattutto nel campo della ricerca di base), le imprese possono incontrare difficoltà di finanziamento. Il livello di investimento in R&S può

⁷ Il secondo bando prevedeva l'erogazione del sussidio in tre rate (dal 1997 al 1999) e la verifica degli effetti finali dell'incentivo è stata fatta con riferimento al 2011.

⁸ Una approfondita indagine statistica su un ampio campione di imprese italiane condotta da B.H. Hall, F. Lotti e J. Mairesse (2012) conclude che "...there is a substantial return to both R&D and ICT investment in Italian firms, as they both help to predict innovation and have a large impact on productivity."

essere sub-ottimale anche per l'impossibilità dell'azienda di appropriarsi interamente dei vantaggi della ricerca (Arrow 1962).

Vi sono quindi buone ragioni per sostenere con fondi pubblici l'investimento in R&S. Ma gli incentivi sono realmente efficaci? Una serie numerosa di studi cerca di dare una risposta a questa domanda.

Il paper di G. de Blasio, D. Fantino e G. Pellegrino (2011) fornisce una valutazione degli effetti del Fondo per l'innovazione tecnologica (FIT) negli anni 2001-2007. Il fondo intendeva sostenere progetti di R&S particolarmente promettenti, selezionati da una apposita commissione. L'aiuto consisteva per il 60% in un prestito a tasso fortemente agevolato e per il rimanente 40% in un contributo a fondo perduto. L'aiuto era commisurato alla spesa di investimento per la realizzazione del progetto, con un premio per le PMI e le imprese operanti nelle aree in ritardo di sviluppo.

Il Fondo fu operativo fra l'ottobre 2001 e marzo 2002, ma la sua operatività fu successivamente sospesa per mancanza di fondi, che – si presumeva allora – sarebbe stata di breve durata. Alle aziende fu quindi consentito di fare domanda fino a gennaio 2003, ma l'esame di quelle domande fu congelato fino al 2007, quando fu finalmente risolto il problema della carenza di fondi.

Gli autori confrontano la spesa in R&S delle imprese trattate (che hanno ricevuto il sussidio) con quella delle imprese non trattate (le imprese che hanno fatto domanda nei dieci mesi successivi alla sospensione del programma e non hanno avuto i fondi).

I risultati della ricerca gettano molto scetticismo sull'efficacia di questo tipo di sussidi. L'evidenza empirica mostra che le imprese sussidiate non investono di più, né in capitale fisico né in capitale intangibile, rispetto alle imprese rimaste senza aiuti a causa della sospensione del programma. Le PMI non presentano, secondo gli autori, un comportamento diverso dalle altre imprese. La conclusione degli autori è che il capitale pubblico ha semplicemente sostituito il capitale privato nella realizzazione di investimenti che sarebbero comunque stati fatti.

Risultati meno negativi sono stati ottenuti da R. Bronzini e E. Iachini (2011) in uno studio pressochè contemporaneo a quello di G. de Blasio, D. Fantino e G. Pellegrino (2011), citato sopra.

Bronzini e Iachini valutano gli effetti della L.R. n. 7/2002 dell'Emilia-Romagna. La legge introduce contributi fino al 50% dei costi per progetti di ricerca industriale e fino al 25% dei costi per progetti di sviluppo pre-competitivo: percentuale aumentabile del 10% per le PMI. E' prevista la selezione dei progetti in base a una graduatoria che tenga conto: a) della validità tecnica e scientifica del progetto; b) degli aspetti economico-finanziari; c) delle capacità manageriali; d) dell'impatto sulla Regione.

Attraverso un'analisi controfattuale che confronta le imprese che si trovano vicino al punto di *cut off* (quelle sopra il *cut off*, che hanno avuto i contributi e quelle sotto, che

non li hanno avuti) gli autori trovano che il programma è stato sostanzialmente inefficace riguardo sia agli investimenti sia ad altre variabili di interesse, quali l'occupazione. Però, se l'analisi viene condotta separatamente sulle diverse classi dimensionali di impresa (grandi imprese e PMI), si trova che il programma ha prodotto un sensibile incremento degli investimenti delle PMI, che aumentano in misura pari al contributo ricevuto.

I diversi risultati ottenuti da Bronzini e Iachini per le PMI e le grandi imprese riflettono le maggiori difficoltà che riscontrano le piccole imprese nell'ottenere finanziamenti dal mercato per i noti problemi di asimmetria informativa e insufficienza di garanzie reali. Ma riflette probabilmente anche la maggiore intensità dell'aiuto per le PMI che la legge regionale prevede.

Un precedente studio di M. Merito, S. Giannangeli e A. Bonaccorsi (2010) giunge anch'esso a conclusioni negative circa gli effetti degli incentivi alla R&S, ma conviene citarlo perché valuta l'efficacia della legge in base a un ampio ventaglio di variabili-risultato e rileva, per le PMI, un risultato positivo rispetto a una di queste variabili.

L'analisi riguarda il Fondo speciale per la ricerca applicata, che è stato per molti anni il principale strumento di incentivazione della ricerca. Nelle domande di finanziamento le imprese dovevano evidenziare l'impatto del progetto sull'economia e l'occupazione, nonché dimostrare l'addizionalità della spesa rispetto all'ordinaria attività di ricerca. I progetti erano poi sottoposti, da parte del MURST, a un processo di valutazione che teneva conto degli aspetti tecnici ed economico-finanziari, nonché della maggiore o minore capacità del progetto di dar luogo ad effettive innovazioni di prodotto o di processo che contribuissero alla competitività dell'impresa.

L'indagine focalizza l'attenzione sui finanziamenti concessi fra il 1999 e il 2000 e utilizza dati di fonte MURST per i finanziamenti, dati estratti dal *database* Amadeus (Bureau van Dijk) per i bilanci delle imprese e dal *database* Delphion (Thomson) per le domande di brevetto. Il *data set* copre complessivamente il periodo 1998-2004.

Le stime dimostrano che nel medio-lungo termine (4 anni) gli incentivi non hanno avuto alcun apprezzabile effetto su nessuna delle variabili-obiettivo selezionate: fatturato, occupazione, produttività del lavoro, composizione della forza-lavoro. *Nel breve termine* (due anni dopo l'erogazione degli incentivi) le domande di brevetto delle imprese sussidiate eccedono quelle delle imprese non trattate in misura significativa, ma a quattro anni dall'erogazione dei sussidi questo effetto scompare. Gli aiuti di Stato sembrerebbero quindi avere prodotto una accelerazione di progetti già in corso al fine di sfruttare i sussidi, senza generare vera ricerca addizionale.

Gli effetti sono parzialmente diversi, e più favorevoli, per le PMI. Per esse si verifica, già dopo due anni dall'erogazione dei sussidi, un incremento del costo del lavoro che dovrebbe dipendere, secondo gli autori, da una maggiore incidenza di personale altamente qualificato sul totale della forza-lavoro. Tale effetto si rafforza notevolmente nei due anni seguenti e si accompagna ad una crescita dell'occupazione. Dunque, nelle PMI gli incentivi produrrebbero una riqualificazione

della forza-lavoro e un processo di riorganizzazione aziendale che produce i suoi effetti nell'arco di alcuni anni. Studi relativi ad altri paesi (Haegeland and Moen 2007, Lokshin and Mohnen 2008, citati in OECD 2011) dimostrano, però, che la crescita del costo del lavoro indotta dagli incentivi alla R&S non corrisponde a una più elevata qualità dei ricercatori, ma alla rigidità dell'offerta di lavoro altamente qualificato. Quindi i risultati ottenuti da Merito, Giannangelo, Bonaccorsi (2010) vanno presi *cum grano salis*. Del resto, se l'*upgrading* dei ricercatori c'è stato, non si è avuto un effetto tangibile sulla ricerca, se è vero che le domande di brevetto presentano, come nelle grandi aziende, un aumento nei primi due anni ma non nel medio termine. E' però possibile che l'orizzonte temporale dell'indagine sia stato troppo limitato per misurare correttamente gli effetti di medio-lungo termine sulla produzione di innovazione.

In conclusione, gli incentivi alla R&S sono inefficaci per le grandi imprese, che avrebbero comunque investito, mentre hanno effetti positivi per le piccole imprese riguardo sia al livello di investimento sia al rafforzamento delle competenze del personale, con un probabile potenziamento della loro competitività. L'inefficacia della misura di incentivazione per le grandi imprese si spiega con il fatto che queste ultime sono in grado di ottenere comunque credito dal sistema finanziario sia per le presumibile minore incidenza della R&S sul complesso delle attività dell'azienda (e quindi sul bilancio) sia per le maggiori garanzie reali che tali imprese possono offrire. Per esse, quindi, il sussidio si trasforma in una rendita.

Effetti positivi degli incentivi sulle PMI italiane risultano anche da uno studio di Fantini e Cannone (2010) riguardo a due programmi di aiuti regionali del Piemonte alimentati da fondi UE.

Gli studi condotti all'estero non portano a risultati univoci riguardo agli effetti dei contributi (sussidi) per la promozione della R&S (si veda, per esempio, la rassegna di David et al., 2000), ma concordano almeno sul fatto che, *nella migliore delle ipotesi*, l'effetto sul livello di investimento è modesto; in altri termini, gli investimenti aggiuntivi in R&S, se ci sono, sono modesti e inferiori rispetto all'entità del sussidio.

Alcuni lavori recenti concentrano particolarmente l'attenzione sul credito di imposta agli investimenti e forniscono preziose informazioni aggiuntive circa l'efficacia dei diversi strumenti di incentivazione. Gli studi di Hall e Van Reenen (2000), Parson e Phillips (2007), Mohnen e Lokshin (2009), Bloom, Griffith e Van Reenen (2002)⁹ rilevano l'efficacia del credito di imposta sugli investimenti e, in particolare, del credito di imposta incrementale commisurato agli investimenti addizionali effettuati

⁹ Nel loro *paper* Bloom, Griffith e Van Reenen analizzano l'esperienza di 9 paesi (fra cui l'Italia) nell'arco di 19 anni (1979-1997) e concludono che: "The econometric analysis suggests that tax changes significantly affect the level of R&D even after controlling for demand, country-specific fixed effects and world macroeconomic shocks. The impact elasticity [of R&D expenditures with respect to the so called user cost of R&D] is not large (just over -0.1), but over the long run may be more substantial (about unity in absolute magnitude)". Quindi, nel lungo termine, un taglio del 10% del costo della ricerca legato all'introduzione del credito di imposta tende a produrre un incremento del 10% delle spese in R&S.

rispetto a una base rappresentata dalla media degli anni precedenti. Questo tipo di credito di imposta produrrebbe un aumento della spesa per R&S superiore alla perdita di gettito, mentre il credito di imposta legato al livello annuale della spesa in R&S (e non al suo incremento) genererebbe investimenti aggiuntivi inferiori al costo dell'agevolazione per l'erario (Parson e Phillips 2007), Mohnen e Lokshin 2009) e si tradurrebbe in una rendita per una parte delle aziende beneficiarie.

E' interessante notare che dallo studio di Monhen e Lokshin (2009) risulta un effetto del credito di imposta molto più marcato per le piccole imprese rispetto alle grandi.

Va aggiunta una osservazione di carattere più generale: ovvero che gli aiuti automatici come i crediti di imposta sono generalmente preferibili rispetto ai contributi perché:

- hanno tempi di erogazione più brevi;
- comportano costi di amministrazione minori sia per l'amministrazione pubblica che per l'impresa;
- non interferiscono nella scelta dell'impresa riguardo al progetto di investimento da realizzare, mentre le condizioni poste dai bandi per l'accesso ai contributi possono spingere l'azienda a modificare il proprio progetto o avviarne un altro al fine di godere del sussidio;
- molto difficilmente possono dare origine a fenomeni di malcostume o di vera e propria criminalità.

Per contro, non è facilmente prevedibile il costo per il bilancio pubblico perché quest'ultimo dipende dal numero di beneficiari.

Il giudizio sull'efficacia dei diversi strumenti di incentivazione va però rivisto quando siano coinvolte le PMI o le imprese di nuova costituzione (OECD 2011). Per esse i sussidi, i prestiti pubblici e le garanzie sui prestiti possono essere la soluzione migliore. Infatti, possono fornire alle banche un segnale che "certifica" la qualità e l'affidabilità dell'impresa e dei relativi progetti di investimento, riduce il problema dell'asimmetria informativa e agevola il finanziamento delle imprese. Inoltre, nelle imprese nuove o molto piccole (rispetto alla dimensione dell'investimento in R&S) il credito di imposta può risultare inefficace per incapienza dell'imposta lorda.

E' utile, infine, richiamare la nota di cautela contenuta nell'audizione OECD alla Finance Commission del Senato americano (OECD 2011): l'incremento della spesa in R&S è positivo se contribuisce a far crescere le vendite di prodotti innovativi, se genera un più alto numero di brevetti e una maggiore produttività nel lungo termine. L'evidenza empirica sugli effetti ultimi degli incentivi alla R&S è però scarsa, sebbene una correlazione positiva fra questi ultimi e la produttività sia probabile.

4. Incentivi alla creazione di nuove imprese

I programmi di sostegno all'avvio di nuove imprese sono strumenti di politica industriale piuttosto recenti ma che hanno trovato ampio consenso, sia in Italia che all'estero. Se ne trova un esempio significativo anche nella lontana Australia, che ha recentemente avviato un programma molto simile a quello previsto dalla legge n. 44/1986¹⁰, di cui si parlerà in seguito. Nel nostro paese iniziative a favore delle *start up* sono previste – o sono state previste – da leggi statali e regionali. Può trattarsi di iniziative di sostegno di *start up* innovative, o di misure dirette a favorire la creazione di nuove imprese da parte di giovani e/o donne, che privilegiano a volte l'insediamento in aree in ritardo di sviluppo: in quest'ultimo caso manca il requisito della innovazione. Si tratta quindi di interventi abbastanza eterogenei per finalità e modalità di intervento, che raramente sono stati oggetto di analisi tese ad accertarne in modo rigoroso l'efficacia.

In questo paragrafo diamo conto dello studio compiuto da E. Battistin A. Gavosto e E. Rettore (2001) in merito alla legge n. 44/1986. La legge intendeva agevolare le attività avviate da giovani di età inferiore a 35 anni nelle regioni meridionali con l'erogazione di consistenti sussidi e l'offerta di servizi finalizzati alla formazione dei giovani imprenditori. Lo scopo dichiarato dal legislatore era valorizzare risorse e capacità che si immaginava fossero presenti, ancorché inutilizzate, nel Mezzogiorno e favorire lo sviluppo di una nuova imprenditorialità. A tal fine gli interessati dovevano presentare un *business plan* che subiva un primo *screening* da parte di una apposita Commissione e, successivamente, una valutazione più approfondita da parte di un *panel* di *referee*.¹¹ La Commissione inviava poi i giudizi al Ministero dell'economia per le necessarie deliberazioni.

La legge prevedeva aiuti molto generosi:

- un contributo in conto capitale fino al 60% del costo complessivo della *start up*, per un massimo di 2,5 milioni di euro, modulabile in base all'età dei partecipanti all'impresa e alla regione;
- un prestito decennale a tasso agevolato (riduzione del 70% rispetto al tasso di mercato) per un importo pari al massimo al 30% del costo della *start up*;

¹⁰ The New Enterprise Incentive Scheme (NEIS) fornisce a chi è interessato ad avviare una nuova attività imprenditoriale un opportuno *business training*, una sorta di tutoraggio e aiuti finanziari per un massimo di 52 settimane. Il programma è diretto a soggetti disoccupati o inoccupati ed è gestito da un *network* nazionale che include comunità locali, istituti di formazione tecnica, Business Enterprise Centres e Small Business Centres (istituzioni senza scopo di lucro che forniscono assistenza e servizi alle imprese, specialmente a quelle di nuova istituzione) e imprese private; tutti questi soggetti operano sotto l'egida del Job Services Australia (i servizi per l'impiego del governo federale). Lo scopo è di tramutare una buona idea di *business*, che chi fa domanda al NEIS deve proporre, in una attività che si autosostiene e genera lavoro autonomo. <http://deewr.gov.au/new-enterprise-incentive-scheme-neis>. Un programma simile, diretto ai giovani, esiste anche in Canada.

¹¹ Solo i progetti che passavano il primo *screening* erano sottoposti all'esame dei *referee*.

- un ulteriore sussidio per i primi due anni di vita dell'impresa¹² per la copertura dei costi operativi diversi dalle retribuzioni.

Inoltre la legge prevedeva un apposito programma di formazione per i nuovi imprenditori e l'assegnazione di un tutore esperto nella gestione di impresa per i primi due anni di attività.

Il programma fu accolto da molto interesse e da giudizi in genere molto favorevoli, fondati soprattutto sulla constatazione che le imprese sussidiate mostravano tassi di sopravvivenza decisamente migliori rispetto ad analoghe imprese non agevolate. Ma Battistin, Gavosto e Rettore avvertono, giustamente, che i tassi di sopravvivenza superiori delle aziende trattate non riflettono necessariamente una maggiore efficienza e competitività delle aziende in questione, in quanto possono dipendere esclusivamente o principalmente dagli ingenti sussidi erogati, che distorcono la concorrenza generando condizioni di netto favore per le aziende agevolate.

Confrontando i tassi di sopravvivenza delle imprese sussidiate dopo la fine dei sussidi con quelli di un campione di aziende non sussidiate tratto dagli archivi INPS, gli autori concludono che le aziende sussidiate sono mediamente efficienti quanto le imprese non sussidiate e che quindi il programma di sostegno alle *start up* non è stato in grado di selezionare imprenditori giovani con caratteristiche di eccellenza. Il giudizio positivo sul programma andrebbe quindi rivisto.

Da questa conclusione si può in parte dissentire: il fatto che le *start up* sussidiate siano altrettanto efficienti delle imprese non sussidiate è certamente un indicatore di successo; tuttavia, tale risultato dovrebbe essere posto in relazione con l'alto costo del programma. Ci si può quindi chiedere se le risorse avrebbero potuto essere impegnate in modo più produttivo, per esempio incentivando con sussidi e/o tagli di imposta l'insediamento di imprese già consolidate nelle regioni in ritardo di sviluppo.

Altre misure legislative di sostegno alla creazione di nuove imprese pongono problemi diversi, apparentemente ignorati dalla letteratura scientifica. I numerosi provvedimenti di legge a favore dell'imprenditoria giovanile e femminile portano, in genere, all'apertura di nuove attività in settori tradizionali del commercio e dell'artigianato: parrucchieri, centri di estetica, punti di vendita al dettaglio, tintorie, friggitorie e preparazione degli alimenti in genere, ecc. Di queste attività bisogna verificare i tassi di sopravvivenza comparandoli con quelli delle imprese non agevolate, ma bisogna anche appurare se: a) le nuove aziende spiazzino le vecchie aziende; b) la maggiore concorrenza in settori a domanda sostanzialmente inelastica rispetto alla numerosità dei punti di offerta porti a una diffusa riduzione del valore aggiunto per addetto e una flessione della redditività delle imprese nei settori interessati dalle nuove aperture.

Questi temi scarsamente trattati dalla letteratura e non sottoposti, per quanto ci è noto, ad indagini empiriche, saranno oggetto di analisi specifiche da parte del gruppo di ricerca, con riferimento alla legislazione della Regione Veneto.

¹² Per importi fino a 500.000 euro circa nel primo anno e 370.000 nel secondo.

5. Come si finanziano le PMI

L'argomento non è stato oggetto di numerose analisi scientifiche né in Italia né all'estero. Tuttavia, lo studio di S. Magri (2007) fornisce importanti elementi di conoscenza riguardo, in modo specifico, alle modalità di finanziamento delle piccole imprese innovative in Italia.

L'indagine di S. Magri si basa su dati provenienti da due fonti: *a)* la *survey* condotta da Capitalia – Osservatorio sulle piccole e medie imprese e *b)* la Centrale dei bilanci. Le imprese innovative sono identificate attraverso l'indagine Capitalia, che contiene domande *ad hoc*. Sono innovative le imprese che dichiarano di avere introdotto innovazioni di prodotto e/o di processo e di avere ottenuto ricavi dalla vendita di nuovi prodotti (le due condizioni devono essere verificate congiuntamente). Inoltre, sono considerate piccole imprese le unità con al massimo 20 dipendenti.

I risultati cui perviene l'Autore possono sembrare sconcertanti, ma a ben vedere non lo sono. Risulta che le piccole imprese innovative hanno un *leverage* inferiore rispetto alle imprese non innovative, ovvero ricorrono maggiormente ai finanziamenti interni: il rapporto fra *cash flow* e risorse finanziarie totali è molto più alto nelle piccole imprese innovative rispetto alle analoghe imprese che non innovano. Inoltre, quando le piccole imprese innovative hanno la possibilità di accrescere il capitale di rischio con apporti esterni (da *venture capital*), lo fanno in misura significativa. Queste differenze tra imprese innovative e non innovative non si riscontrano, invece, nelle grandi imprese, che mantengono il loro *leverage* anche quando innovano e aumentano quindi il grado di rischio delle loro attività.

Secondo S. Magri questa evidenza empirica è coerente con la teoria, che ha posto in luce come le attività innovative e più rischiose delle PMI siano più difficilmente finanziabili dagli istituti di credito in ragione dell'asimmetria informativa, delle scarse garanzie reali che in genere la piccola impresa innovativa può offrire, e anche per un problema di *moral hazard* (Carpenter and Petersen 2002): perché il finanziamento attraverso debito può favorire l'assunzione di rischi maggiori, che potrebbero sì fornire rendimenti più alti ma anche portare l'azienda in *default*; in tal caso la banca subirebbe i costi conseguenti al fallimento (perdita di almeno parte del credito) ma non parteciperebbe agli eccellenti risultati che, nel caso più favorevole, l'azienda potrebbe ottenere. Al contrario, il *venture capital* partecipa proporzionalmente al rischio e al rendimento; se le cose vanno bene e l'investimento genera rendimenti elevati, il *venture capital* ne beneficia: il *venture capital* è dunque la modalità ideale di finanziamento delle imprese innovative di piccole dimensioni.

Parte II

Focus su

Il credito alle imprese e il sostegno pubblico delle PMI attraverso la concessione di garanzie e il finanziamento degli organismi di mutua garanzia (Confidi)

6. Introduzione

La “politica industriale” si serve di diversi strumenti, tra i quali gli incentivi alle imprese hanno un ruolo importante. Un elenco indicativo e non esaustivo delle possibili tipologie di tali sussidi comprende:

- contributi agli investimenti in conto capitale, nella forma di trasferimenti monetari generalmente proporzionali alla spesa per investimento o al costo totale di un progetto;
- incentivi fiscali, nella forma di riduzioni o esenzioni;
- contributi in conto interessi o prestiti pubblici, il cui scopo è ridurre l'onere per interessi o posticipare (l'inizio de) la restituzione del prestito rispetto alle condizioni ottenibili nel mercato dall'impresa;
- garanzie pubbliche che consentano l'accesso al credito ad imprese che altrimenti non riceverebbero prestiti o li otterrebbero a condizioni economiche più svantaggiose;
- contributi al capitale di fondi costituiti da organismi di mutua garanzia quali i confidi.

Il presente testo si concentra sulle due ultime forme di intervento pubblico a favore delle imprese, le garanzie dirette e i contributi ai confidi, analizzando i recenti sviluppi della letteratura teorica ed empirica – in particolare su casi italiani – disponibile. Tali tipologie di intervento sono di particolare interesse nel panorama italiano e veneto, in quanto il tessuto economico è formato soprattutto da imprese di dimensione estremamente ridotta: secondo il Censimento Industria e Servizi 2012 curato da ISTAT, circa il 98% delle imprese italiane conta meno di 20 addetti e il 95% addirittura meno di 10. Per il Veneto, i numeri sono quasi sovrapponibili. Ciò comporta una elevata opacità delle imprese, con la conseguente difficoltà da parte delle banche di valutare correttamente il loro merito di credito: a tale difficoltà le banche reagiscono tipicamente alzando i tassi di interesse praticati e/o richiedendo garanzie reali, oneri spesso non affrontabili dalle imprese, anche da quelle sane e potenzialmente di successo. Si andrebbe quindi a configurare un fallimento di mercato che giustificerebbe l'intervento pubblico. La prestazione di garanzie pubbliche risulta spesso, in tale contesto, una risposta attraente, in quanto promette un utilizzo più efficiente e “moltiplicativo” delle risorse pubbliche rispetto ai contributi *una tantum* a fondo perduto per investimenti specifici o altre forme di sussidio *one-shot*. Come si avrà modo di vedere nel prosieguo dell'articolo, vi sono però anche elementi di possibile criticità da tenere in considerazione che possono potenzialmente diminuire l'attrattività di tali operazioni.

Per ciò che concerne la valutazione degli interventi posti in essere, va detto che a fronte della loro grande diffusione in molti paesi, l'evidenza empirica sulla loro efficacia è tutto sommato ancora scarsa, tanto che Hanohan (2008) mette in relazione la loro popolarità più con i deludenti esiti di altre forme d'intervento che per i loro meriti intrinseci.

Il capitolo, dopo un accenno alle principali previsioni della teoria, si concentra sull'evidenza empirica disponibile per giungere, infine, ad alcune raccomandazioni di *policy*.

7. La teoria

In un loro celebre lavoro del 1981, Stiglitz e Weiss dimostrarono come, in presenza di asimmetria informativa tra banca e impresa, emergano problemi di **razionamento del credito**. L'**asimmetria informativa** tra banca e impresa consiste nell'impossibilità da parte della prima di valutare correttamente la bontà dei piani di investimento della seconda a causa della scarsità di informazioni disponibili. In un simile contesto, alzare i tassi di interesse richiesto può avere affetti avversi per la banca, in quanto imprenditori "sani" potrebbero essere scoraggiati dall'onerosità dell'operazione oppure essere indotti a prendersi rischi eccessivi. La banca pertanto tenderà a ridurre il numero di prestiti erogati piuttosto che diminuire l'ammontare di ciascuno di essi o alzare il tasso di interesse praticato, operazione che condurrebbe, come si è visto, ad un aumentato rischio di selezione avversa.

E' in questo contesto che entrano in gioco le garanzie: la banca, al fine di indurre le imprese a rivelare la rischiosità dei loro investimenti, può fornire un menu di opzioni contrattuali: un tasso di interesse elevato oppure un tasso di interesse minore ma accompagnato da una garanzia. In questo modo – secondo la teoria – si può raggiungere un equilibrio di separazione per cui le imprese più rischiose scelgono il contratto con tasso di interesse elevato mentre quelle meno rischiose optano per quello con la garanzia.

E' del tutto evidente che per imprese piccole e piccolissime nonché per quelle di fondazione più recente e con scarsa o nulla storia creditizia, anche a causa della loro **opacità e bassa capitalizzazione**, il razionamento del credito è un problema reale ed assai comune, in quanto spesso non hanno la possibilità di prestare una garanzia. Per le banche, il monitoraggio di tali imprese risulta assai costoso. Di più: i costi fissi di istruttoria possono risultare talmente elevati a fronte del ritorno atteso che le banche potrebbero decidere di rifiutare il finanziamento fin dal principio, senza nemmeno tentare di valutare l'effettivo merito di credito.

Gli **schemi di garanzia** appaiono una soluzione attraente al problema, in quanto permettono alle banche di traslare parte del rischio su un soggetto esterno e alle imprese di presentare garanzie delle quali altrimenti non disporrebbero. Tali schemi prendono tipicamente la forma di garanzie parziali coperte da risorse pubbliche – generalmente rivolte a determinati settori economici, a determinate territori o tipologie di impresa - o di contributi agli organismi di mutua garanzia privati, i cosiddetti confidi.

L'attrattività di questi schemi per il *policy maker* deriva anche **dall'effetto leva**, o moltiplicatore, in base al quale, per ogni euro messo su un fondo di garanzia, viene garantito un volume di credito di ordine superiore e, quando la garanzia non copre integralmente il finanziamento, come tipicamente avviene, ciò corrisponde ad un volume di finanziamenti che giungono al sistema imprenditoriale ancor più elevato: un euro nel fondo potrebbe così garantire anche 8 euro di credito; se la garanzia copre il 50% del finanziamento, ecco che quell'euro permette un prestito di 16 euro (non si tratta di numeri casuali ma di quelli del Fondo Centrale di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese, istituito con legge n. 662/96 ed è operativo dal 2000). Gli schemi di garanzia, inoltre, sono generalmente organizzati come fondi rotativi e si alimentano quindi autonomamente per effetto del graduale rimborso dei finanziamenti al netto dei default. Per tale ragione, sono in grado astrattamente di garantire un numero elevato di imprese, molto di più rispetto ad interventi quali finanziamenti in conto capitale a fondo perduto. Queste caratteristiche degli schemi di garanzia rendono immediatamente evidente perché essi risultino così popolari tra i *policy maker*.

Tra gli ulteriori possibili vantaggi proposti in letteratura vi sarebbe anche l'attitudine degli schemi di garanzia di avviare un **percorso virtuoso di apprendimento** da parte delle banche, le quali possono imparare a conoscere imprese alle quali, senza garanzie esterne, non avrebbero prestato denaro: apprendendo, tramite l'interazione diretta, che la loro rischiosità è meno elevata di quanto potessero temere, le banche saranno in futuro orientate a concedere ulteriori finanziamenti, eventualmente anche senza l'ausilio di garanzie. Secondo queste teorie, il vantaggio per l'impresa consisterebbe anche nell'opportunità di crearsi una reputazione positiva spendibile nei confronti dell'intero sistema bancario, non solo verso la banca con la quale si è consumata la prima interazione.

Esistono però due potenziali problemi legati a questi schemi, entrambi etichettabili come **"azzardo morale"**:

- **da parte delle imprese**, le quali potrebbero essere indotte a prendersi rischi ancora più grandi, sapendo che saranno altri a pagare nel caso in cui l'esito dell'investimento si rivelasse negativo;
- **da parte delle banche**, che potrebbero essere indotte ad "abbassare la guardia" e risparmiare costi di istruttoria o a tentare di escutere la garanzia ai primi segnali di sofferenza, senza nemmeno mettere in atto quelle operazioni che potrebbero permettere il recupero di almeno parte del credito.

Per ciò che concerne il primo punto, si tratta di una questione il cui reale peso può essere valutato solo empiricamente, per cui si rimanda al successivo capitolo per una trattazione più estesa. Basti dire, per ora, che il Ministero dello Sviluppo Economico riporta un tasso di default dei prestiti garantiti tramite il Fondo Centrale di Garanzia per le PMI pari a circa il 2% delle operazioni.

Per quanto riguarda l'azzardo morale da parte delle banche, in letteratura sono state proposte soluzioni basate su una chiara distinzione di ruoli (c. Beck et alia, 2010):

- innanzitutto, il finanziamento dello schema di garanzie dovrebbe avvenire attraverso l'applicazione di prezzi appropriati alle garanzie;
- l'apporto di fondi pubblici dovrebbe essere limitato ai soli costi di *setup* dello schema;
- il merito di credito dovrebbe essere valutato dal prestatore (la banca) piuttosto che da funzionari pubblici, al fine di ottenere una valutazione qualitativamente migliore;
- il recupero dei prestiti dovrebbe essere compito della banca, la quale ha tipicamente maggiori informazioni sul debitore e, potenzialmente, incentivi superiori;
- la garanzia non dovrebbe coprire la totalità del debito, in modo che una parte del rischio rimanga comunque in capo alla banca (tale frazione non dovrebbe comunque essere così elevata da annullare o quasi il valore della garanzia medesima).

Vi sono inoltre economisti, quali ad esempio Vogel e Adams (1997), che ritengono che anche le garanzie pubbliche rappresentino forme di sussidio potenzialmente distorsive, anche se meno rispetto a misure volte direttamente all'abbattimento dei tassi di interesse. Le banche, ad esempio, potrebbero cercare di ridefinire gli scopi di prestiti già presenti nel loro portafogli per far sì che i debitori possano entrare nello schema di garanzia oppure potrebbero spostare prestiti in essere e potenzialmente a rischio nel portafoglio con garanzia esterna. Inoltre potrebbe avvenire che talune imprese cambino istituto di credito perché quello di origine non aderisce allo schema di garanzia. In entrambi i casi, saremmo di fronte a forme di sostituzione – una all'interno del portafogli di una singola banca e l'altra tra i portafogli di banche diverse – e le operazioni garantite non sarebbero affatto “addizionali”: in altre parole, alcune delle operazioni garantite avrebbero avuto luogo anche senza garanzia (o, addirittura, erano già in essere) e, in tali casi, la garanzia non farebbe altro che spostare parte del rischio dalla banca su un soggetto esterno.

Altri pongono l'accento sul fatto che si tratti di interventi che tendono a “sostituire” i mercati piuttosto che risolvere i problemi sottostanti. Un esempio di tale posizione è la critica che pone l'accento non tanto sull'opacità o la mancanza di storia creditizia ma sui costi e i tempi della giustizia civile: semplificando, secondo tale punto di vista, qualora l'amministrazione giudiziaria fosse rapida e poco costosa, l'erogazione di credito da parte delle banche aumenterebbe anche in assenza di garanzie esterne. Perciò lo Stato farebbe meglio ad investire in tal senso piuttosto che su schemi di garanzia pubblica (si tratta, tra l'altro, di un'osservazione ripresa anche nel cosiddetto “Rapporto Giavazzi” del 2012).

Honohan (2008) mette in guardia sul rischio che schemi di garanzia vengano messi in piedi proprio perché politicamente attraenti piuttosto che per la loro reale capacità di migliorare il benessere pubblico: l'analisi di alcune esperienze internazionali ha infatti messo in luce come, a volte, tali schemi siano risultati molto più costosi del previsto e come sia stata posta poca attenzione alla valutazione degli effettivi benefici, che, del resto, erano a priori definiti in modo piuttosto vago. Egli propone perciò alcune

semplici regole di buona amministrazione che possano contribuire a superare la presunta “miopia” dei politici: 1) gli obiettivi perseguiti devono essere definiti in modo preciso e coerente, in modo da consentire di effettuare un’analisi costi-benefici fondata; 2) la gestione finanziaria deve basarsi su previsioni realistiche e modelli affidabili, in modo che i costi reali emergano chiaramente; 3) il monitoraggio dell’andamento delle operazioni e la raccolta dei dati devono essere in grado di garantire una rapida valutazione dei risultati; 4) deve essere perseguita la massima trasparenza nella gestione delle operazioni e nel loro monitoraggio.

7.1 Gli organismi di mutua garanzia

Gli organismi di mutua garanzia, in Italia noti più spesso come Confidi sono istituzioni finanziarie senza scopo di lucro che affiancano e supportano le PMI ai fini dell’accesso al credito bancario attraverso l’erogazione di diversi servizi tra i quali spicca, per importanza, la concessione di garanzie parziali¹³. Generalmente sono espressione di associazioni di categoria o sono legati ad enti pubblici, quali Camere di commercio o Regioni¹⁴. I confidi hanno perciò strettissimi legami con gli enti pubblici, dai quali ricevono direttamente contributi ed agevolazioni o attraverso i quali ottengono in maniera indiretta accesso a fondi di controgaranzia. Sono organizzati come consorzi o cooperative e, di conseguenza, i servizi sono rivolti ai loro associati, i quali pagano una commissione per i servizi erogati e versano un contributo a fondo rischi: i fondi di garanzia vengono quindi costituiti con tali contributi e con quelli di enti (pubblici) esterni (questi ultimi, in genere, rappresentano oltre il 50% del totale). Il fondo viene quindi utilizzato per garantire i finanziamenti di numerose imprese attraverso una leva o moltiplicatore che mette in relazione la somma a garanzia con l’ammontare complessivo dei crediti garantiti e la loro rischiosità. Le garanzie concesse non sono, in genere, a prima richiesta: il confidi interviene solo dopo che sia stato escusso il debitore principale e sia stata determinata la perdita residua. La capacità di un confidi di far fronte ad eventuali perdite dipenderà chiaramente dalla sua capacità di diversificare il rischio di insolvenza delle imprese garantite mentre, per la banca, tanto minore sarà la sovrapposizione tra il proprio portafoglio e quello del confidi, tanto maggiore sarà il contributo della collaborazione con quest’ultimo al grado di diversificazione del rischio.

Nonostante la loro notevole diffusione in Italia, la letteratura teorica ed empirica sui confidi è ancora giovane e non esiste una teoria consolidata.

Una branca della letteratura, ispirandosi alle considerazioni che emergono dagli studi sul microcredito, sottolinea la funzione informativa dei confidi: gli associati disporrebbero di una conoscenza reciproca superiore a quella delle banche e sarebbero perciò in grado di mettere in atto un più efficace monitoraggio dei comportamenti in grado di dissuadere da possibili comportamenti opportunistici. Il confidi, quindi, disporrebbe proprio delle informazioni che mancano alla banca. Va

¹³ Raramente le garanzie concesse coprono il 100% del debito.

¹⁴ Ciascun confidi fa parte di una federazione di consorzi di garanzia – le maggiori sono sette – che dipendono direttamente dalle associazioni di categoria. Tali federazioni sono poi associate in Assoconfidi che raccoglie tutti i confidi operanti sul territorio nazionale.

segnalato che emergono in letteratura dubbi sull'effettiva capacità dei confidi di operare una *peer selection* e un *peer monitoring* analoghi a quelli osservati negli schemi di microcredito, in quanto questi ultimi sono rivolti a individui e non a imprese e, soprattutto, perché i confidi associano spesso un numero di imprese molto elevato.

Una ulteriore funzione dei confidi studiata riguarda l'aumentato potere contrattuale dell'impresa associata nei confronti della banca: i confidi possono sottoscrivere accordi con le banche che accettano di applicare condizioni migliori agli associati in virtù del loro (potenzialmente) elevato numero.

Per quanto riguarda la funzione *core* dei confidi, la concessione di garanzie, Busetta e Zazzaro (2006) hanno proposto un primo modello teorico che giustifica la *raison d'être* dei confidi stessi: in presenza di asimmetrie informative nel mercato e quando le imprese singolarmente non dispongono di garanzie reali tali da rendere possibili equilibri di separazione come quello precedentemente descritto e per cui le imprese ad alto rischio scelgono contratti caratterizzati da alti tassi di interesse e imprese a basso rischio scelgono invece contratti con tassi più bassi accompagnati da garanzie, i confidi rappresentano un meccanismo di *wealth pooling* che permette a imprese a basso rischio di segnalarsi alle banche come tali. Il modello è una rappresentazione abbastanza realistica della realtà italiana, caratterizzata appunto da imprese che, anche se a basso rischio, sono singolarmente incapaci di far fronte alle garanzie che la banca richiede per concedere credito. Va segnalato, inoltre, che il modello non ipotizza alcun vantaggio informativo per le imprese che appartengono al confidi: per la formazione del confidi e per il suo funzionamento non sarebbero essenziali cioè meccanismi di *peer selection* – e cioè l'ipotesi che i “pari” dispongono reciprocamente di informazioni migliori di quelle acquisibili dalla banca - e *peer monitoring*, il monitoraggio dei comportamenti, fondato anche su codici morali e di appartenenza.

Erzgovesi (2011) sottolinea come, in presenza di restrizioni alla finanza pubblica e di contestuale forte competizione politica per attrarre il consenso delle PMI, i programmi di garanzia sono politicamente attraenti: essi, infatti, appaiono basati su meccanismi di “quasi-mercato” e, a differenza di altri tipi di sussidi, non sono a fondo perduto, in quanto i beneficiari devono comunque pagare la garanzia; inoltre, il vero costo per le finanze pubbliche può emergere solo dopo qualche anno, se si sottostimano i rischi (e i relativi accantonamenti); l'effetto leva, infine, permette di raggiungere un elevato numero di beneficiari. Tali vantaggi sono reali solo se i tassi di perdita realizzati sono in linea con quelli attesi: di qui l'importanza di una valutazione seria dei rischi medesimi. Erzgovesi mette altresì in luce alcune criticità comuni dei programmi pubblici, tanto di fondi di garanzia che di sussidi a confidi: una legata alla dispersione di risorse dalla rete di erogazione, l'altra riguarda la dubbia sostenibilità dei sistemi di garanzia. Per quanto riguarda il primo punto, cita il costo per i beneficiari, basso e/o arbitrariamente differenziato; la frammentazione tra enti agevolatori, con la conseguente eterogeneità (ed inefficienza) delle procedure seguite; il rischio che l'incentivo non arrivi alla PMI ma venga catturato da mediatori e intermediari; la litigiosità presente tra gli enti di garanzia. Per quanto riguarda il secondo punto, Erzgovesi punta l'indice sull'eccessiva approssimazione dei criteri di calcolo del fabbisogno di aiuti pubblici e sulla mancanza di una seria valutazione

dell'efficacia ed efficienza del loro impiego; sulla sostanziale dipendenza degli organismi di garanzia da aiuti pubblici, le cui risorse sono limitate ed incerte. Erzegovesi propone perciò di implementare un regime di maggiore trasparenza per quegli organismi che prestano garanzie con risorse pubbliche: dovrebbe, innanzitutto, essere creato ed alimentato un sistema informativo nazionale che tracci le pratiche di garanzia; i bilanci dei confidi dovrebbero essere uniformati a uno standard; dovrebbero essere condotte indagini di soddisfazione cliente presso le imprese associate. E' altresì necessario che vengano accuratamente monitorati il processo di erogazione, le condizioni di costo e le sofferenze: tali dati dovrebbero essere accessibili agli enti pubblici finanziatori, agli organismi di vigilanza e alle banche, in modo che sia possibile operare un *benchmarking* propedeutico alla valutazione. E' quindi compito di chi eroga risorse pubbliche operare tale valutazione di efficacia ed efficienza dei programmi implementati sulla base della base informativa creata.

8. L'evidenza empirica

Questa sezione si concentra sui risultati di studi empirici sulle *performance* di schemi di garanzia pubblici e confidi avviate in Italia. Si tratta di indagare cosa dicono i numeri, se ciò che si osserva è coerente con le previsioni della teoria e in che misura. Le domande che ci si pone sono dunque:

- gli schemi di garanzia pubblici e il sistema dei confidi sono in grado di generare credito aggiuntivo?
- le condizioni contrattuali in termini di tassi di interesse applicati sono effettivamente migliori per le imprese garantite?
- in generale, le condizioni economiche e finanziarie delle imprese beneficiarie migliorano?
- quali sono gli effetti reali delle garanzie, ad esempio in termini di variazione degli investimenti?
- le imprese garantite sono più o meno affidabili delle altre in termini di probabilità di default?
- i confidi dispongono davvero di un vantaggio informativo sui propri associati rispetto alle banche e sono pertanto in grado di operare meglio di esse le funzioni di *screening* e *monitoring*?

In realtà, gli studi disponibili non sono giunti a risposte definitive su tutte queste domande e il numero di lavori su dati italiani è ancora relativamente basso. Per ragioni di chiarezza espositiva, nel prosieguo della sezione si distingueranno gli studi

sugli schemi di garanzia organizzati come fondi di rotazione rispetto a quelli sui confidi, in quanto si concentrano su domande parzialmente diverse.

8.1 Gli schemi di garanzia pubblica

Tra i pochi lavori empirici sugli effetti degli schemi di garanzia pubblici su dati italiani si colloca un recente studio della Banca d'Italia di D'Ignazio e Menon (2013). Gli autori analizzano un programma che opera dal 2008 in una "grande regione italiana"¹⁵ e basato su un fondo di rotazione la cui dotazione è di circa 20 milioni di euro e la cui amministrazione è affidata alle strutture regionali. Lo schema funziona come segue. La regione stipula un accordo quadro con (pochi) gruppi bancari. Quando l'impresa chiede il finanziamento, la regione e la banca procedono ad istruttorie separate. In genere, il periodo di ammortamento del finanziamento è di 5 anni e il grado di copertura della garanzia può arrivare all'80%. Le imprese che possono aderire allo schema, oltre ad avere sede legale nella regione, devono avere un *turnover* compreso tra 1 e 43 milioni di euro oppure inferiore ai 50 milioni ma con meno di 250 dipendenti nonché rispondere ai requisiti previsti dalla Legge 662/96 che istituisce il Fondo Nazionale di Garanzia¹⁶.

I dati utilizzati per l'analisi provengono da un *panel* di circa 9.000 imprese localizzate nella regione dove è operativo lo schema e – a scopo di confronto – in tre regioni confinanti, raccolti tra il 2003 e il 2010. I dati sono stati forniti dall'amministrazione del fondo e integrati con dati del Registro Centrale dei Crediti e del Cerved, che contiene informazioni dinamiche sui bilanci delle imprese. Le imprese del campione che hanno aderito allo schema sono circa 200, concentrandosi lo studio sulla prima onda di finanziamenti.

I risultati appaiono confortanti: il programma sembra aver effettivamente migliorato le condizioni finanziarie delle imprese beneficiarie. Infatti, benché l'ammontare complessivo dei finanziamenti bancari risulti invariato, la componente di debito a lungo termine è aumentata – l'aumento medio stimato nel triennio successivo al finanziamento varia tra il 28% e il 33% – mentre il tasso di interesse applicato dalle banche alle imprese aderenti al programma è inferiore a quello applicato in casi analoghi di circa 45 punti base nei primi due anni e di 53 nei primi tre. Solo nei primi due anni dopo aver ricevuto il finanziamento vi è una debole evidenza della presenza di *azzardo morale* da parte delle imprese beneficiarie, che esibiscono un tasso di default leggermente superiore, nell'ordine dello 0,025%, a quello di imprese simili non aderenti al programma.

Non vi è invece alcuna evidenza di effetti sui debiti commerciali delle imprese beneficiarie mentre è osservabile un leggero aumento degli investimenti, nell'ordine dello 0,22%, solo nel primo anno successivo al finanziamento. Gli autori sottolineano come la scarsa evidenza di effetti reali sia da prendere con un grano di

¹⁵ Lo studio non dice quale.

¹⁶ Tali requisiti sono: essere una PMI secondo la definizione della Raccomandazione 2003/61 della Commissione Europea; non essere in una situazione di stress economico o finanziario; non operare nell'agricoltura, nei trasporti, nella cantieristica, nella motoristica o in qualunque altro settore "sensibile" alla concorrenza europea.

sale, essendo i dati di bilancio delle PMI notoriamente meno affidabili di quelli ottenibili da altre fonti utilizzate per lo studio e, soprattutto, perché l'orizzonte di analisi – 3 anni – potrebbe essere insufficiente per una simile valutazione. Non ultimo, il periodo analizzato dallo studio coincide con la crisi e la conseguente generata contrazione dell'attività economica.

Un precedente lavoro di Zecchini e Ventura (2006) rappresenta invece un primo tentativo di studiare empiricamente l'impatto del Fondo Nazionale di Garanzia per le PMI. Il fondo fornisce diversi servizi, anche co-garanzie e contro-garanzie ai confidi, ma il lavoro si concentra sulle garanzie sussidiarie alle PMI dirette alle banche. Il grado di copertura può arrivare all'80% e il costo della garanzia per l'impresa varia a seconda della sua dimensione, da un minimo dello 0,125% a un massimo di 0,5%¹⁷. L'amministrazione del fondo non verifica però la necessità della garanzia, per cui è possibile, in linea di principio, che l'impresa beneficiaria avrebbe potuto ottenere il finanziamento anche senza garanzia e non vi è perciò il tentativo concreto di raggiungere (solamente) quelle imprese che subiscono in modo più forte il razionamento del credito. Al momento della redazione di questo Rapporto, il fondo disponeva di 233,5 milioni di euro e aveva alimentato, nei sei anni precedenti, finanziamenti per circa 4,6 miliardi, pari al 3% dell'ammontare del finanziamento totale alle PMI nello stesso periodo. La garanzia fu accordata mediamente nell'83% dei casi mentre il grado di copertura si è rivelato proporzionale alla dimensione dell'impresa, fatto che viene interpretato come conferma di una politica di cautela nei confronti del rischio dei gestori del fondo, in quanto la dimensione aziendale può essere considerata una *proxy* della sua solidità e trasparenza.

Lo studio conferma l'attitudine del fondo a migliorare le condizioni di finanziamento dei beneficiari, in quanto la diminuzione del loro costo è stimata tra il 16% e il 20% in meno di imprese simili ma non garantite. A differenza di quanto visto in altri studi, gli autori stimano anche un aumento del credito offerto dalle banche in misura di oltre il 12%. Gli autori, inoltre, sottolineano come le stringenti condizioni per l'ammissione al programma e i gradi di copertura applicati abbiano contribuito a mantenere un tasso di default particolarmente basso – 1,83% contro il 5,89% dei non garantiti – soprattutto se confrontato con quello osservato in altri paesi per iniziative analoghe.

8.2 Gli organismi di mutua garanzia

I lavori di carattere empirico sui confidi sono ancora relativamente pochi, anche se il loro numero è in crescita a causa del rinnovato interesse nella loro funzione di sostegno al credito in periodo di crisi e di politiche restrittive delle banche. L'evidenza empirica pare confermare le principali indicazioni teoriche ma, come si vedrà, non tutti i risultati sono tra loro coerenti.

La prima domanda da porsi sul ruolo dei confidi è se effettivamente essi siano in grado di agevolare l'accesso al credito per le piccole imprese associate. Busetta e Presbitero (2008) utilizzano dati relativi ai finanziamenti richiesti nel periodo 2002-

¹⁷ Le aree meno sviluppate del Paese sono esentate.

2005 - circa 1.600 pratiche - da 866 piccole e microimprese artigiane delle province di Ancona e Macerata affiliate allo stesso confidi. Si tratta, nella gran parte dei casi, di imprese mature. Quattro sono le dimensioni indagate: la probabilità di ottenere finanziamento, la tempistica di erogazione del fido, l'incidenza delle garanzie ed i tassi di interesse applicati dalla banca. I risultati indicano che, come intuitivo, la probabilità di erogazione del finanziamento è proporzionale alla quota garantita dal confidi; inoltre i tempi di approvazione del fido sono più rapidi; i tassi di interesse richiesti sono inferiori ma le garanzie richieste sono maggiori, in linea con quanto previsto dalla teoria. Per quanto attiene questo ultimo aspetto, poiché il confidi conosce il numero di garanzie utilizzate dall'impresa quando si trova a decidere della quota di finanziamento da garantire, vi è una qualche evidenza che questi garantisca in misura maggiore proprio le imprese che hanno dato in passato prova di solidità: si tratterebbe perciò di una conferma indiretta della capacità di *screening* e *monitoring* dei confidi e dell'efficacia del loro ruolo come intermediario tra impresa e banca.

Columba, Gambacorta e Mistrulli (2009) sono autori di un'indagine empirica sulle caratteristiche dei finanziamenti garantiti dai confidi. I dati utilizzati provengono dalla Centrale dei Rischi e sono costituiti da un campione di 263.000 imprese, il 17% delle quali ha ottenuto la garanzia di un confidi. Il loro obiettivo è quello di testare la funzione informativa dei confidi, e cioè la loro capacità di operare uno *screening* e un *monitoring* superiore a quello delle banche. Gli autori trovano che:

- le piccole imprese affiliate a un confidi ottengono finanziamenti a tassi di interesse significativamente inferiori, nell'ordine dello 0,2%, rispetto a quelli applicati ad imprese simili ma non associate;
- la capacità di un confidi di selezionare e monitorare i propri membri cresce al crescere del numero dei suoi affiliati ma fino ad un certo limite, poi diminuisce. Il numero ottimale di affiliati è stimato in 8.500. Gli autori attribuiscono il peggioramento delle performance dei confidi – in termini di tasso di interesse ottenuto dai propri affiliati - una volta superato tale limite con il fatto che i problemi di azzardo morale e *free riding* sono superiori ai vantaggi di avere un nuovo affiliato. Si andrebbe a configurare una curva ad U del tasso di interesse applicato agli affiliati in funzione del loro numero: chiaramente, solo la parte discendente della curva è compatibile con l'ipotesi teorica del maggiore potere contrattuale dei confidi rispetto alla singola impresa;
- quando il confidi gode di sostegno pubblico, i vantaggi per l'affiliato in termini di tassi di interesse diminuiscono dello 0,13% rispetto al caso di nessun sostegno esterno. Gli autori interpretano il risultato come evidenza dell'esistenza di problemi di azzardo morale: le banche sanno che, essendo in gioco risorse di terzi, l'incentivo dei confidi di attuare un efficace *screening* e *monitoring* degli affiliati diminuisce.

Poiché, come si è visto, il sostegno pubblico ai confidi è una realtà generalizzata e spesso una vera e propria necessità per la loro sopravvivenza, i risultati dello studio sembrano ridimensionare la funzione informativa dei confidi.

Uno studio della Banca d'Italia del 2011 analizza invece il ruolo dei confidi sul credito alle piccole imprese durante la crisi economica e finanziaria iniziata nel 2008. Ancora una volta, i dati provengono dalla Centrale dei Rischi e sono integrati, tra l'altro, dall'archivio dei bilanci Cerved-Cebil. Nel periodo in esame, le politiche delle banche sulla concessione dei crediti sono state particolarmente restrittive: i risultati emersi mettono in luce che l'attività dei confidi ha contribuito in maniera significativa a mantenere il flusso di crediti alle imprese associate, benché la qualità media dei crediti sia peggiorata, tanto che le sofferenze delle imprese garantite dai confidi sono state superiori a quelle di imprese simili non garantite. In particolare, tra il 2008 e il 2009 il tasso di crescita del credito è stato superiore del 3,1% per le imprese garantite da un confidi rispetto a quelle non garantite mentre il costo delle operazioni è stato inferiore di circa 30 punti base. Il tasso di default, invece, è stato superiore di circa 75 punti base: questo ultimo dato va interpretato alla luce della discussione teorica precedente e, in particolare, del fatto che le banche possono avere un incentivo a far emergere per prime le situazioni di sofferenza di imprese garantite rispetto a quelle di imprese che non lo sono. Non si tratterebbe perciò di una reale maggiore rischiosità delle imprese garantite quanto di una strategia delle banche per migliorare, in apparenza, i propri bilanci.

Infatti, in un altro lavoro del 2009 Columba, Gambacorta e Mistrulli trovano che pre-crisi la probabilità stimata di default delle piccole imprese associate a un confidi era del 5% inferiore di quella delle imprese non associate, confermando così la loro efficacia come strumento di *screening* e *monitoring*. La base dati, anche in questo caso, è la Centrale dei Rischi: il campione è composto da 385.000 imprese, delle quali oltre 50.000 hanno ottenuto la garanzia di un confidi.

Un più recente lavoro di Bartoli et al. (2013) approfondisce il ruolo dei confidi nelle relazioni tra banca e impresa al picco della crisi, trovando che le imprese associate ai confidi hanno avuto, anche in un periodo così difficile, una probabilità inferiore delle altre di sperimentare tensioni finanziarie. Il campione utilizzato consiste di oltre 77.000 PMI clienti di UniCredit e di dati del Registro Crediti raccolti tra il dicembre del 2008 e il marzo del 2009. Gli autori sottolineano come i confidi abbiano giocato un ruolo di "segnalatori" della qualità del debitore particolarmente importante per le banche in un momento in cui i sistemi di rating si rivelavano poco idonei ad interpretare un contesto critico e che tale ruolo sia perciò andato oltre, per rilevanza, a quello derivante dalla mera concessione della garanzia: in sintesi, secondo gli autori, alle banche sarebbe interessato di più lo *screening* dei confidi che la possibilità di escutere la garanzia qualora il credito fosse andato in sofferenza.

9. Conclusioni

In Italia e nel Veneto sono numerose le iniziative pubbliche orientate a sostenere la capacità delle PMI di accedere al credito bancario. La letteratura economica, infatti, ha messo in luce che le asimmetrie informative esistenti tra banche e PMI rappresentano un caso di fallimento di mercato che si traduce in un razionamento del credito che punisce anche imprese potenzialmente di successo. Poiché le PMI sono spesso sottocapitalizzate e incapaci di fornire direttamente le garanzie reali che gli istituti di credito richiedono per la concessione del finanziamento a tassi di interesse per esse sostenibili, ecco che si apre lo spazio per l'intervento pubblico, sotto forma sia di contributo e gestione di fondi di rotazione di garanzia che di contributo al fondo di garanzia di consorzi fidi (confidi) privati senza scopo di lucro. In entrambi i casi, un soggetto terzo alla banca e all'impresa si inserisce nella relazione al fine di facilitare la stipulazione del contratto: in questo modo, la banca trasla parte del rischio di credito all'esterno mentre l'impresa ottiene il finanziamento a tassi inferiori a quelli che avrebbe potuto spuntare altrimenti. Per quanto riguarda i confidi, la letteratura mette in luce il loro possibile ruolo informativo derivante dalla capacità di operare efficienti *peer monitoring* e *peer selection*.

Entrambe le modalità di intervento appaiono politicamente appetibili in quanto, a fronte di un contributo iniziale anche non particolarmente elevato, l'effetto leva connesso a tali strumenti consente potenzialmente di accontentare un elevato numero di imprese.

La teoria però mette anche in guardia su alcuni rischi, tra i quali spicca la possibilità di comportamenti scorretti da parte sia dell'impresa beneficiaria, che potrebbe essere tentata di assumere rischi maggiori del dovuto, che della banca, che potrebbe voler risparmiare sui costi di istruttoria ed essere particolarmente rapida nell'escutere la garanzia al primo segnale di sofferenza.

L'evidenza empirica è ancora scarsa e non del tutto definitiva ma sembra avvalorare la capacità tanto di fondi di rotazione che di confidi di alleviare i problemi finanziari degli associati, se non altro in termini di migliori condizioni di finanziamento accordate dalle banche. Tra gli effetti positivi osservati nelle imprese beneficiarie vi è la diminuzione della quota dei debiti a breve in favore di quelli a lungo termine. Non vi è invece particolare evidenza di effetti reali, quali ad esempio un aumento degli investimenti: è perciò possibile che i crediti vadano a finanziare il capitale circolante ma gli studi disponibili non forniscono una risposta in proposito.

Per quanto riguarda l'attività dei confidi, alcuni studi appaiono confermare la loro capacità di *screening* e *monitoring* e, di conseguenza, la loro attitudine a segnalare agli istituti di credito l'affidabilità dei loro associati.

Per quanto riguarda il rischio di azzardo morale da parte delle imprese beneficiarie, i risultati empirici non sono sempre convergenti anche se, in generale, viene riportato un tasso di default inferiore a quello di imprese simili non garantite.

Va infine sottolineato che più di uno degli studi esaminati si è concentrato sul periodo della crisi economica, evidenziando il ruolo positivo che entrambe le forme di intervento hanno avuto nel tenere alimentato il flusso di credito verso le PMI.

In conclusione, in base alla letteratura esaminata è possibile sostenere che tanto i fondi garanzia che i contributi ai confidi sono strumenti efficaci, posto che la loro gestione sia improntata a criteri di trasparenza, efficacia ed efficienza e che siano tecnicamente costruiti in modo corretto, in modo da minimizzare la probabilità di comportamenti opportunistici e le perdite di gestione.

Riferimenti bibliografici

Parte I

Arrow K.J. (1962), *Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention*, in NBER (1962); tr. It. *Il benessere economico e l'allocazione delle risorse per l'attività inventiva*, in M. Egidi e M. Turvani (a cura di) (1994).

Battistin E., A. Gavosto, E. Rettore (2001), *Why do subsidised firms survive longer? An evaluation of a program promoting youth entrepreneurship in Italy*, in M. Lechner, F. Pfeiffer (eds.) (2001).

Bird R.M. (1980), *Tax Incentives for Investment: The State of the Art*, Canadian Tax Paper n. 64, November, ch. 5.

Bloom N., R. Griffith, J. Van Reenen (2002), *Do R&D tax credit work? Evidence from a panel of countries 1979-1997*, *Journal of Public Economics*, vol. 85, pp. 1-31.

Hall B.H., F. Lotti, J. Mairesse (2012), *Evidence on the impact of R&D and ICT investment on innovation and productivity in Italian firms*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 874, luglio.

Bronzini R., G. de Blasio (2006), *Qual è l'effetto degli incentivi agli investimenti? Una valutazione della legge 488/92*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 582, marzo.

Bronzini R., E. Iachini (2011), *Are incentives for R&D effective? Evidence from a regression discontinuity approach*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 791, february.

Cannari L., L. D'Aurizio, G. De Blasio (2006), *The effectiveness of investment subsidies: Evidence from survey data*, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza (occasional papers), n. 4, December.

Carpenter R. e B. Petersen (2002), *Capital Market Imperfections, High-Tech Investment and New Equity Financing*, *The Economic Journal*, vol. 112, n. 1.

Cerulli G. (2010), *Modelling and Measuring the Effect of Public Subsidies on Business R&D: A Critical Review of the Econometric Literature*, *Economic Record*, vol. 86, September.

David P.A., B.H. Hall, A.A. Toole (2000), *Is Public R&D a Complement or Substitute for Private R&D? A Review of the Econometric Evidence*, *Research Policy*, vo. 29, n. 4-5.

De Blasio G., F. Lotti (a cura di) (2008), *La valutazione degli aiuti alle imprese*, Il Mulino, Bologna.

De Blasio G., D. Fantino, G. Pellegrino (2011), *Evaluating the impact of innovation incentives: evidence from an unexpected shortage of funds*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 792, febbraio.

Department of Finance, Canada (2007), *An Evaluation of the Federal Tax Credit for Scientific Research and Experimental Development*, Working Paper 2007-08, September.

Egidi M. e M. Turvani (a cura di) (1994), *Le ragioni delle organizzazioni economiche*, Rosenberg e Sellier, Torino.

Fantino D. e G. Cannone (2011), *The Evaluation of the Efficacy of the R&D European Funds in Piedmont*, ERSA Conference Papers.

Fantino D. e G. Cannone (2013), *Evaluating the efficacy of European regional funds for R&D*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 902, February.

Garcia-Quevedo J. (2004), *Do Public Subsidies Complement Business R&D? A Meta-Analysis of the Econometric Evidence*, *Kyklos*, vol. 57, n. 1.

Giavazzi F., M. D'Alberti, A. Moliterni., A. Polo, F. Schivardi (2012), *Analisi e raccomandazioni sui contributi pubblici alle imprese*, Rapporto al Presidente del Consiglio e Ministro dell'Economia e delle Finanze e al Ministro dello Sviluppo, delle Infrastrutture e dei Trasporti, giugno.

Gorg H., E. Strobl (2007), *The Effect of R&D Subsidies in Private R&D*, *Economica*, vol. 74.

Guellec D., B. Van Pottelsberghe de la Potterie (2003), *The Impact of Public R&D Expenditure on Business R&D*, *Economics of Innovation and New Technology*, vol. 12, n. 3.

Hægeland T and J. Moen (2007), *The relationship between the Norwegian R&D tax credit scheme and other innovation policy instruments*, Reports 2007/45, Statistisk sentralbyrå/Statistics Norway, Oslo-Kongsvinger.

Hall B., J. Van Reenen (2000), *How effective are fiscal incentives for R&D? A review of evidence*, *Research Policy*, vol. 29, n. 4-5.

Lechner M., F. Pfeiffer (eds.) (2001), *Econometric Evaluation of Labour Market Policies*, Springer.

Lokshin B., Mohnen (2007), *Measuring the Effectiveness of R&D Tax Credits in the Netherlands*, UNU-MERIT working papers 2007-025, Maastricht.

Magri S. (2007), *The financing of small innovative firms: The Italian case*, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 640, settembre.

Merito M., S. Giannangeli, A. Bonaccorsi (2010), *Do incentives to industrial R&D enhance research productivity and firm growth? Evidence from the Italian case*, International Journal of Technology Management, vol. 49, no. 1/2/3.

Mohnen P., B. Lokshin (2009), *What does it take for an R&D tax incentive policy to be effective?*, IEB - Institut d'Economia de Barcelona, Document de treball 2009/9.

NBER (1962), *The Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, NBER, Cambridge, Ma.

OECD (2011), "The International Experience with R&D Tax Incentives", testimony to the United States Senate Committee on Finance, September 20.

Parsons M., N. Phillips (2007), *An Evaluation of the Federal Tax Credit for Scientific Research and Experimental Development*, Department of finance - Canada, Working Paper, 2007-08, september.

Scalera D. e A. Zazzaro (2000), *Incentivi agli investimenti o rendite alle imprese? Una riflessione sulla procedura di allocazione dei sussidi previsti dalla legge n. 488 del 1992*, Rivista di politica economica, vol. 90, n. 5.

Zuñiga-Vicente J.A., C. Alonso-Borrego, F.J. Forcadell, J.I. Galan (2012), *Assessing the Effect of Public Subsidies on Firm R&D Investment: A Survey*, The Journal of Economic Surveys, vol. 28, n. 1.

Parte II

AA.VV. (2011), *I confidi e il credito alle piccole imprese durante la crisi*, Questioni di Economia e Finanza n. 105, Banca d'Italia.

AA.VV. (2011), *The impact of the global crisis on SME and entrepreneurship financing and policy responses*, OCSE.

Bartoli F., G. Ferri e Z. Rotondi (2013), *Bank-firm relations and the role of Mutual Guarantee Institutions at the peak of the crisis*, Journal of Financial Stability 9.1, pp. 90-104.

Beck T., L.F. Klapper e J.C. Mendoza (2010), *The typology of partial credit guarantee funds around the world*, Journal of Financial Stability 6.1, pp. 10-25.

Berger A.N. e G.F. Udell (2006), *A more complete conceptual framework for SME finance*, Journal of Banking & Finance n. 30.11, pp. 2945-2966.

Busetta G. e F. Presbitero (2008), *Mutual loan-guarantee societies, small firms and banks: an empirical investigation*, MPRA Paper n. 7832.

- Busetta G. e A. Zazzaro (2006), *Il ruolo dei confidi nel finanziamento delle PMI*, mimeo.
- Busetta G. e A. Zazzaro (2009), *Mutual loan-guarantee societies in monopolistic credit markets with adverse selection*, MoFiR working paper n. 33.
- Columba F., L. Gambacorta, L. e P.E. Mistrulli (2009), *Mutual guarantee institutions and small business finance*, Temi di discussione n. 735, Banca d'Italia.
- Columba F., L. Gambacorta e P.E. Mistrulli (2009), *The effects of mutual guarantee consortia on the quality of bank lending*, MPRA Paper n. 17052.
- D'Ignazio A. e C. Menon (2013), *The causal effect of credit guarantees for SMEs: evidence from Italy*, Temi di discussione n. 900, Banca d'Italia.
- Ezegovesi L. (2011), *Le recenti trasformazioni nell'industria della garanzia collettiva fidi*, atti del workshop della Banca d'Italia "Il credito alle piccole imprese: il ruolo dei confidi", 5 luglio 2011.
- Giavazzi F., M. D'Alberti, A. Moliterni, A. Polo, F. Schivardi (2012), *Analisi e raccomandazioni sui contributi pubblici alle imprese*, Rapporto al Presidente del Consiglio e Ministro dell'Economia e delle Finanze e al Ministro dello Sviluppo, delle Infrastrutture e dei Trasporti, giugno.
- Honohan P. (2008), *Partial credit guarantees: Principles and practice*, Journal of Financial Stability, vol. 6, n. 1, april.
- Levitsky J. (1997), *Credit guarantee schemes for SMEs -An international review*, Small Enterprise Development 8.2, pp. 4-17.
- Meyer R. e G. Nagarajan (1996), *Evaluating credit guarantee programs in developing countries*, Economics and Sociology Occasional Paper 2322.
- Quaglia R., D. Bolognese e R. Artusio (2010), *I confidi in Italia*, "Gli Osservatori", Camera di Commercio Industria Artigianato Agricoltura di Torino, Torino.
- Stiglitz J. e A. Weiss (1981), *Credit rationing in markets with imperfect information*, The American economic review, pp. 393-410.
- Trovato G. e M. Alfò (2006), *Credit rationing and the financial structure of Italian small and medium enterprises.*, Journal of Applied Economics, 9.1, 2006, pp. 167-184.
- Vogel, R.C. e D.W. Adams (1997), *Costs and benefits of loan guarantee programs*, Financier, vol. 4, n. 1 &2.
- Zecchini S. e M. Ventura (2006), *Public credit guarantees and SME finance*, Istituto di Studi e Analisi Economica, Working paper n. 73.

Zecchini S. e M. Ventura (2009), *The impact of public guarantees on credit to SMEs*, Small Business Economics 32.2, pp. 191-206.