IRPET
Istituto
Regionale
Programmazione
Economica
Toscana

Sistema finanziario e cambiamento economico

Banche, *venture capital* e *private equity* in Toscana

Andrea Paci e Anna Romiti

Presentazione di
Alessandro Petretto

SISTEMA FINANZIARIO E CAMBIAMENTO ECONOMICO

Banche, *venture capital* e *private equity* in Toscana

Andrea Paci e Anna Romiti

Novembre 2006

RICONOSCIMENTI

La ricerca si è svolta con il coordinamento di Renata Caselli dell'IRPET ed è stata curata da Andrea Paci e Anna Romiti dell'Università di Firenze, con la collaborazione di Sara De Masi, Vieri Spadoni e Monica Gualtieri.
In particolare, Andrea Paci e Anna Romiti hanno curato l'introduzione, Anna Romiti il Cap. 2, Andrea Paci il Cap. 3 e le conclusioni, Sara De Masi e Vieri Spadoni il Cap. 4 e Monica Gualtieri l'Appendice Statistica.
L'allestimento editoriale è stato curato da Chiara Coccheri e Patrizia Ponticelli dell'IRPET.

Gruppo di ricerca:
Andrea Paci - Professore ordinario di Economia e Gestione delle Imprese presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Firenze.
Anna Romiti - Docente a contratto di Economia e Gestione delle Imprese II presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Firenze e assegnista di ricerca presso il Dipartimento di Scienze Aziendali dell'Università degli Studi di Firenze.
Monica Gualtieri - Laureata in Lingue e Letterature Straniere Moderne presso la Facoltà di Lettere dell'Università degli Studi di Firenze.
Sara De Masi - Laureata in Governo d'Impresa presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Firenze.
Vieri Spadoni - Laureato in Economia Aziendale presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Firenze.

INDICE

PRESENTAZIONE 5
Alessandro Petretto

1.
INTRODUZIONE 9

2.
STRUTTURA FINANZIARIA E RELAZIONI CREDITIZIE NELLE PICCOLE IMPRESE 13
2.1 Struttura finanziaria e crescita dimensionale delle imprese 13
2.2 Fabbisogno finanziario e gestione del credito nelle imprese 15
2.3 Una ricostruzione delle recenti dinamiche del sistema bancario regionale 17

3.
VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY NELLO SVILUPPO DEI SISTEMI LOCALI 27
3.1 Venture capital, private equity e capitale di rischio 27
3.2 Sistema finanziario e sviluppo economico nei sistemi locali 37
3.3 Fondi chiusi riservati e Business Angel per lo sviluppo di nuove imprese e nuovi imprenditori 40

4.
INNOVAZIONE FINANZIARIA E CAMBIAMENTO ECONOMICO:
ALCUNI BENCHMARK TERRITORIALI 45
4.1 Il ruolo delle finanziarie regionali nelle politiche locali di innovazione finanziaria 45
4.2 Banche e sviluppo locale: alcune esperienze innovative 48
4.3 La rete di investitori informali e i Business Angel Network 54

5.
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE 59

APPENDICE STATISTICA 63

BIBLIOGRAFIA 69

PRESENTAZIONE

Alessandro Petretto

Il tema sviluppato in questo volume, pur col suo carattere specificatamente monografico, si inserisce tra quelli oggetto delle analisi condotte all'interno del progetto *Toscana 2020*, il complesso percorso di ricerca avviato da IRPET circa due anni fa con lo scopo di compiere un'ampia riflessione sul contesto di base, sugli scenari futuri e sulle problematiche che riguarderanno l'economia e la società toscana nel prossimo quindicennio. Alla base di questo progetto vi era la convinzione che una Regione come la Toscana dovesse guardare anche al di là dei pressanti problemi congiunturali per rivolgere l'attenzione al lungo periodo in un'ottica di analisi multidimensionale -economica, demografica, sociale, ambientale. Un progetto di questo tipo nel bel mezzo della crisi congiunturale più lunga ed intensa del dopoguerra poteva apparire fuorviante o peggio ancora velleitario. In realtà, ha consentito di leggere sotto gli allarmanti numeri del ciclo per metterne in luce altri, se non più allarmanti, certamente più significativi per quanto attiene le effettive condizioni di vita dei toscani di oggi e soprattutto di domani.

Il progetto ha completato una prima fase con l'esame della situazione attuale, delle criticità e delle prospettive relative ad alcuni aspetti specifici, come l'evoluzione dell'export e delle quote di mercato del manifatturiero regionale, la competitività dei sistemi produttivi locali e la loro evoluzione organizzativa, le relazioni tra economia e ambiente (produzione, consumo e pressioni), le dinamiche demografiche (invecchiamento, natalità, immigrazione) e della famiglia e i risvolti di tali dinamiche sui settori chiave del *welfare* regionale, come la sanità e l'istruzione, e sulla partecipazione al lavoro. Inoltre, il progetto è nel corso dell'attuazione di una seconda fase dedicata ad approfondimenti tematici e ad una verifica analiticamente più rigorosa di alcune congetture interpretative delineate nella prima fase.

In particolare, per quanto riguarda i sistemi locali della regione è risultato cruciale l'asse di ricerca volto a verificare quale sia stato e quale potrà essere il comportamento dei diversi agenti che li costituiscono e dalla cui interazione nasce e si sviluppa la competitività delle diverse aree. Tra questi agenti, le imprese svolgono un ruolo determinante in quanto pongono le condizioni di base della crescita attraverso le loro strategie e la capacità di adattamento ai cambiamenti dello scenario competitivo mondiale. Al riguardo è attesa e auspicata un'evoluzione della *governance* delle stesse che consolidi e rafforzi le loro capacità manageriali e relazionali, che valorizzi e promuova la capitalizzazione delle attività, la più attenta gestione finanziaria e la ricerca di nuovi strumenti di finanziamento dell'attività imprenditoriale. Un importante tassello di questa trasformazione si realizza nella costruzione di un rapporto più efficace con il sistema del credito; rapporto che, in base all'attuazione dei nuovi accordi di Basilea2, porrà maggiori vincoli alle imprese derivanti da più incisive modalità di valutazione del loro merito di credito, ma anche maggiori e migliori opportunità di credito qualora tale merito venga riconosciuto.

In questa prospettiva, il finanziamento dell'attività di impresa sembra essere uno dei momenti di debolezza più evidenti nel processo di adeguamento del tessuto produttivo toscano alle nuove sfide della competizione globale.

Il presente volume sviluppa una riflessione su questo tema, proponendo un'analisi delle specificità della realtà italiana e toscana, facendo particolare riferimento alle principali criticità e opportunità evolutive. Richiamiamo in seguito i più importanti elementi che emergono dallo studio.

Le imprese italiane, in considerazione della natura degli assetti proprietari e del basso livello di capitalizzazione, hanno fatto ampio ricorso al credito per finanziare il loro sviluppo.

L'autofinanziamento non è stato sufficiente a garantire la copertura del fabbisogno di risorse sollecitato dai processi di sviluppo delle imprese mentre il ricorso alle fonti esterne di capitale ha privilegiato le diverse forme del credito bancario rispetto alla raccolta di capitale di rischio.

La struttura patrimoniale delle imprese, fino ad oggi caratterizzata da un elevato rapporto debt/equity, ha determinato condizioni restrittive nell'accesso al credito e difficoltà ad ottenere finanziamenti a lungo termine. In questo quadro le imprese hanno generalmente fatto un ampio ricorso al pluriaffidamento Questa diffusione dei pluriaffidamenti ha determinato nelle banche un disincentivo ad effettuare un'adeguata valutazione del merito creditizio delle aziende affidate ed un costante monitoraggio dell'andamento del rapporto.

Un'altra caratteristica del rapporto banca-impresa nel contesto italiano è rappresentata dalla frequente confusione tra il patrimonio dell'impresa e quello personale dei componenti dell'assetto proprietario. Questa condizione ha determinato modalità di erogazione dei finanziamenti legati più alle relazioni personali tra "banchieri" e imprenditori che al merito creditizio dei progetti di investimento.

Il diffuso orientamento delle banche ad un ampio ricorso alle garanzie patrimoniali per coprire possibili situazioni di insolvenza ha determinato una ridotta attitudine del credito bancario a finanziare nuove imprese e nuovi imprenditori.

Fino ad oggi il ricorso ad operatori finanziari diversi da quelli creditizi è stata in molti casi una leva trascurata dalle imprese italiane.

La diffusione di strumenti di raccolta del capitale di rischio, sia nella tradizionale forma dell'aumento di capitale sociale, sia attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi regolati con la recente riforma del diritto societario trova numerosi ostacoli.

Molte imprese che operano nei settori tradizionali manifestano esigenze di riorganizzazione produttiva che richiedono mezzi finanziari adeguati a consentire un salto dimensionale coerente con l'intensificarsi della competizione internazionale.

In questi casi le prospettive di crescita sono spesso condizionate dalla capacità di sfruttare un ampliamento della dimensione dei segmenti di alta gamma del mercato e di realizzare significative innovazioni di prodotto e di processo funzionali ad un ampliamento del mercato o ad un aumento di produttività. La rimozione delle barriere normative all'espansione geografica delle banche ha permesso l'entrata di nuovi concorrenti di grandi dimensioni in mercati locali in precedenza relativamente chiusi.

Anche il sistema finanziario regionale toscano è stato interessato dai processi di concentrazione finanziaria sopra evidenziati. Nel corso degli ultimi anni si è assistito ad una sostanziale riduzione del ruolo delle Fondazioni di origine bancaria, nate in seguito alla riforma Amato, negli assetti proprietari delle banche.

Non sembra comunque verificata la temuta e da più parti evidenziata penalizzazione derivante alle imprese toscane da un razionamento del credito dovuto alla ristrutturazione del sistema bancario regionale. La disponibilità del sistema creditizio toscano verso le imprese, spesso ritenuta una delle cause dell'andamento negativo dell'economia regionale, sembra essere stata sottovalutata in relazione ai dati che emergono dall'analisi.

I dati emersi non sembrano evidenziare un comportamento del sistema bancario penalizzante verso le imprese in Toscana rispetto al resto del Paese. Piuttosto il sistema bancario toscano potrebbe non essere stato sufficientemente capace di offrire quegli strumenti finanziari innovativi che in altre regioni hanno avuto un ruolo importante nell'accompagnare lo sviluppo delle imprese.

La finanza, al fine di promuovere lo sviluppo delle imprese, deve infatti essere in grado di alimentare quel credito grazie al quale l'imprenditore promuove l'innovazione.

Il rischio maggiore è invece quello che il credito sia orientato a finanziare la conservazione, poiché l'intermediario non è in grado di selezionare adeguatamente l'imprenditore innovativo.

La responsabilità del sistema bancario potrebbe allora essere stata quella di non aver negli ultimi anni scommesso sufficientemente sulla sperimentazione del nuovo.

Le istituzioni possono assumere un ruolo rilevante per il superamento dei diversi tipi di vincoli al cambiamento nei sistemi locali. In particolare, tali vincoli possono essere di natura finanziaria, di natura culturale e di dotazione infrastrutturale.

La presenza di nuclei di imprenditorialità innovativa all'interno dei sistemi territoriali ha sollecitato la disponibilità di strumenti di intervento finanziario più idonei a supportare la nascita e la crescita di attività imprenditoriali capaci di offrire un'occasione di diversificazione rispetto ai sentieri tradizionalmente percorsi dai sistemi economici locali.

In questo contesto di riorganizzazione dei sistemi economici locali, il cambiamento delle regole del gioco competitivo genera numerose situazioni di difficoltà e crisi per le imprese. La disponibilità di una leva finanziaria da utilizzare con finalità di politica industriale locale, potrebbe agevolare, la realizzazione di idonei processi di ristrutturazione aziendale.

Un compito urgente da assegnare alla politica industriale a livello locale potrebbe dunque essere quello di sperimentare interventi orientati a promuovere il superamento dei vincoli alla crescita e allo sviluppo delle imprese (innovazione) e dei sistemi economici locali (diversificazione) lungo nuove traiettorie evolutive.

Per sostenere i processi di crescita delle imprese del territorio, alcune regioni hanno creato società finanziarie di sviluppo regionale. Si tratta di società per azioni, costituite principalmente per facilitare la crescita delle imprese, attraverso strumenti finanziari finalizzati a sostenere progetti innovativi o ad agevolare l'accesso al mercato dei capitali.

Sono state analizzate quindi in questo volume alcune esperienze che a livello nazionale si sono particolarmente distinte per l'attività di investimento e di supporto al cambiamento economico del tessuto imprenditoriale regionale (Fidi Toscana, che concede credito e garanzie su crediti, Finlombarda, Friulia SpA, Filse della Regione Liguria e Ervet dell'Emilia Romagna). Accanto a questi progetti attuati dalle Regioni, alcuni istituti di credito hanno creato strumenti per il sostegno dei processi di sviluppo delle imprese del territorio. Si tratta di operazioni di cartolarizzazione di portafogli di crediti di piccole e medie imprese appartenenti

ad un sistema economico locale.

Anche di queste esperienze il volume offre una sintetica descrizione al fine di valutare la gamma delle opportunità che si aprono per assicurare al sistema economico regionale il supporto finanziario che i processi evolutivi del prossimo decennio certamente richiederanno.

1. INTRODUZIONE

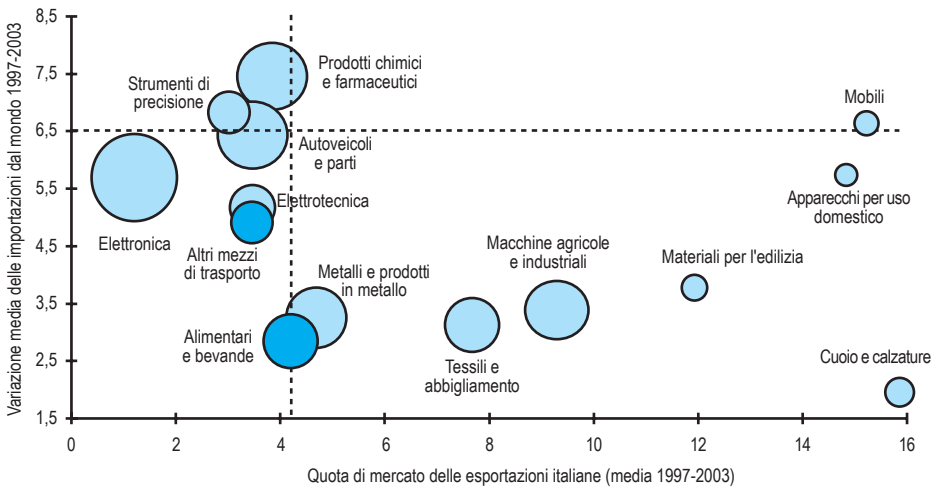
Le sfide poste dai cambiamenti in atto nel contesto competitivo, finanziario, istituzionale e culturale sollecitano le imprese a riconsiderare le condizioni per il governo della loro crescita (Coda, 2002).

L'allargamento dell'ambito concorrenziale richiede alle imprese italiane di riconfigurare caratteri strutturali e comportamenti competitivi per far fronte all'ingresso di nuovi protagonisti in quei settori all'interno dei quali l'Italia ha saputo conquistare e difendere nel tempo posizioni di leadership nel commercio mondiale.

La specializzazione produttiva dell'Italia e la sua traduzione in termini di quote del commercio internazionale è infatti concentrata in molti dei settori che sono maggiormente esposti alla concorrenza proveniente dai paesi a basso costo del lavoro: beni di consumo legati alla persona e alla casa, attrezzature meccaniche e componentistica specializzata (Bianco, 2003; Onida, 2004).

A partire dal 1990 la quota di mercato dei paesi del sud-est asiatico in molti di questi settori è sostanzialmente raddoppiata, passando mediamente dal 15-20% al 30-40%.

Figura 1.1
DOMANDA MONDIALE E QUOTE DI MERCATO DELL'ITALIA PER SETTORI



La dimensione del cerchio rappresenta il peso medio del settore sulle esportazioni mondiali nel periodo 1997-2003; cerchi chiari (scuri) individuano settori con quote in diminuzione (aumento) dal 1997 al 2003

Fonte: Ice, 2004; ISTAT, 2004

Anche negli altri raggruppamenti di attività manifatturiera (Pavitt, 1984), che fanno maggiore ricorso a tecnologie complesse, l'Italia ha perso nel tempo po-

sizioni concorrenziali. Molti di questi settori sono caratterizzati da livelli di produttività elevati, per effetto dell'intensità dei processi innovativi alimentati da investimenti in attività di ricerca e sviluppo, e richiedono in genere una struttura aziendale capace di sopportare un più alto livello di rischio collegato alla natura e alle dimensioni degli investimenti.

La quota di attività manifatturiera realizzata in imprese di dimensioni minori è in Italia molto superiore a quella degli altri paesi europei (Fortis, 2004). Sebbene fino ad oggi l'organizzazione del processo produttivo all'interno dei distretti abbia consentito di superare molti dei limiti di natura dimensionale[1], l'ingresso di paesi con ampia disponibilità di mano d'opera a minor costo, nei tradizionali mercati di sbocco delle merci italiane, ha determinato condizioni di criticità per la produzione di molti dei principali distretti italiani.

Tabella 1.2
DISTRIBUZIONE % DELL'OCCUPAZIONE E DELLA PRODUZIONE NELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA PER CLASSI DI ADDETTI

	Occupazione		Produzione	
Classi di addetti	< 50	> 50	< 50	> 50
Germania	24,4	75,6	11,4	88,6
Regno Unito	27,7	72,3	17,9	82,1
Francia	32,9	67,1	19,7	80,3
UE 15	34,5	65,5	20,2	79,8
Spagna	51,1	48,9	28,6	71,4
ITALIA	54,7	45,3	34,5	65,5

Nota: Francia e Italia: 1996; Germania, Regno Unito, Spagna e UE 15: 1997.
Fonte: Eurostat, 2001; Oecd, 2002

Nel corso degli ultimi 25-30 anni l'industria italiana ha assistito al declino o addirittura alla *scomparsa di alcune imprese di grandi dimensioni* che avevano occupato importanti posizioni nel mercato internazionale dell'informatica, della chimica, dell'elettronica di consumo e della produzione di molti sistemi ad alta tecnologia (Gallino, 2003).

Alcune di queste grandi imprese erano tra le poche capaci di realizzare attività di ricerca e sviluppo direttamente nei propri laboratori e con esse si sono dunque persi importanti presidi nei settori a più alta intensità di conoscenza scientifica e tecnologica.

Questi processi hanno determinato anche una riduzione della capacità del sistema industriale italiano di modificare i caratteri della propria specializzazione produttiva. Questa capacità dipende infatti almeno in parte dall'attitudine delle imprese a esplorare la varietà delle possibili combinazioni produttive attraverso l'ingresso in campi di attività più o meno vicini all'originaria filiera di attività economica.

Un recente studio ha esaminato la direzione e l'intensità del cambiamento avvenuto nella struttura dell'industria europea negli anni 1995-2003 evidenziando un *incremento della specializzazione settoriale dei sistemi produttivi nazionali* (Caponera, Traù, 2004).

L'effetto combinato dei due fenomeni sopra ricordati rischia di confinare la presenza del settore manifatturiero italiano in settori di attività nei quali per le imprese sarà difficile mantenere nel tempo condizioni di vantaggio competitivo difendibile in molti segmenti di mercato.

Lo sviluppo di investimenti e di attività innovative capaci di realizzare un riposizionamento del sistema produttivo italiano nella divisione internazionale

del lavoro trova un limite importante nella dimensione delle iniziative imprenditoriali che sono spesso vincolate dal patrimonio cognitivo e dall'esperienza del vertice aziendale (Paci, 2005). Gli investimenti necessari per garantire possibilità di successo all'obiettivo sopra indicato sono infatti il risultato di *decisioni imprenditoriali* che devono essere valutate in un *orizzonte temporale di medio lungo periodo* e che determinano, per importi e vincoli di liquidità, un fabbisogno finanziario non ordinario, soprattutto per imprese di minore dimensione.

Considerando la natura degli assetti proprietari e il basso livello di capitalizzazione, le imprese italiane hanno fatto ampio ricorso al credito e all'autofinanziamento per finanziare il loro sviluppo.

La ristretta compagine sociale, spesso a base familiare, e un'insufficiente "cultura finanziaria" nei componenti degli assetti del governo aziendale hanno determinato una diffusa fragilità della struttura finanziaria delle imprese con le conseguenti difficoltà a gestirne il fabbisogno in modo funzionale alle esigenze di crescita dimensionale e di sviluppo delle strategie aziendali (Paci, 2002).

Quando l'autofinanziamento non è stato sufficiente a garantire la copertura del fabbisogno finanziario sollecitato dai processi di sviluppo delle imprese, il ricorso alle fonti esterne di capitale ha privilegiato le diverse forme del credito bancario rispetto alla raccolta di capitale di rischio (Perrini, 2000).

Dal punto di vista delle *relazioni creditizie* la particolarità delle imprese italiane è rappresentata dall'ampio ricorso all'indebitamento bancario a breve termine, orientato a coprire sia fabbisogni di capitale circolante che investimenti di più lungo termine.

La struttura patrimoniale delle imprese, fino ad oggi caratterizzata da un elevato rapporto debt/equity, ha determinato condizioni restrittive nell'accesso al credito e difficoltà ad ottenere finanziamenti a lungo termine. In questo quadro le imprese hanno generalmente fatto un ampio ricorso al pluriaffidamento, tendendo ad ottenere il massimo livello di disponibilità di credito con il maggior numero di intermediari bancari.

Questa diffusione dei pluriaffidamenti ha determinato nelle banche un disincentivo ad effettuare un'adeguata valutazione del merito creditizio delle aziende affidate ed un costante monitoraggio dell'andamento del rapporto. D'altra parte le relazioni con le imprese sono caratterizzate da una diffusa condizione di asimmetria (Akerlof, 1970) accresciuta dalle lacune presenti nel patrimonio informativo messo a disposizione dagli imprenditori[2].

Un'altra caratteristica del rapporto banca-impresa nel contesto italiano è rappresentata dalla frequente confusione tra il patrimonio dell'impresa e quello personale dei componenti dell'assetto proprietario. Questa condizione ha determinato modalità di erogazione dei finanziamenti legati più alle relazioni personali tra "banchieri" e imprenditori[3] che al merito creditizio dei progetti di investimento.

Il diffuso orientamento delle banche ad un ampio ricorso alle garanzie patrimoniali per coprire possibili situazioni di insolvenza ha determinato una ridotta attitudine del credito bancario a finanziare nuove imprese e nuovi imprenditori (Paci, Romiti, 2002; Paci, 1996).

Il finanziamento dei progetti innovativi è dunque in buona parte affidato alla capacità del sistema finanziario di assumere la configurazione più funzionale ad un orientamento produttivo delle relazioni tra risparmio e investimento, anche attraverso una maggiore articolazione degli operatori che investono in via specializzata nel *capitale di rischio* delle imprese.

Fino ad oggi il ricorso ad operatori finanziari diversi da quelli creditizi è stata in molti casi una leva trascurata dalle imprese italiane.

Anche il sistema finanziario si è dimostrato meno capace, rispetto ad altri paesi europei, nell'offrire operatori e strumenti adeguati a mettere a disposizione delle imprese di piccole e medie dimensioni i capitali necessari allo sviluppo.

La diffusione di strumenti di raccolta del capitale di rischio, sia nella tradizionale forma dell'aumento di capitale sociale, sia attraverso l'emissione di strumenti finanziari partecipativi regolati con la recente riforma del diritto societario (D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), trova numerosi ostacoli.

Tra questi si ricordano la tradizionale chiusura degli assetti proprietari, la soglia dimensionale minima dell'investimento capace di giustificare economicamente l'intervento di un intermediario finanziario specializzato e l'importanza che viene assegnata alle prospettive di crescita dell'impresa considerata, al fine di facilitare un collocamento successivo della partecipazione.

Molte imprese che operano nei settori tradizionali manifestano esigenze di riorganizzazione produttiva che richiedono mezzi finanziari adeguati a consentire un salto dimensionale coerente con l'intensificarsi della competizione internazionale. In questi casi le prospettive di crescita sono spesso condizionate dalla capacità di sfruttare un ampliamento della dimensione dei segmenti di alta gamma del mercato e di realizzare significative innovazioni di prodotto e di processo funzionali ad un ampliamento del mercato o ad un aumento di produttività.

Il recupero e il rafforzamento delle condizioni di competitività del sistema produttivo italiano sembra dunque richiedere anche la diffusione di sistemi di governance più funzionali ad accompagnare le esigenze poste dallo sviluppo e dalla crescita dell'impresa attraverso percorsi innovativi.

NOTE

[1] Il distretto e il sistema di imprese a rete possono essere visti come modello di sviluppo alternativo alla tradizionale impresa fordista di media e grande dimensione (Becattini, 2000).

[2] "Dalla lettura dei recenti dissesti si ricava l'impressione che le banche non siano state in grado -o talvolta nelle condizioni oggettive- di valutare correttamente la situazione finanziaria delle imprese, le prospettive di mercato, la qualità degli imprenditori, la congruità dei progetti di investimento" (Berta, Piluso, 2004, p. 21)

[3] "Le garanzie personali degli imprenditori italiani incidono ancora per l'80% dei fidi concessi alle piccole e medie imprese, incentivano il mantenimento di una struttura finanziaria debole fondata sull'indebitamento bancario a breve termine" (Berta, Piluso, *op. cit*., p. 29).

2.
STRUTTURA FINANZIARIA E RELAZIONI CREDITIZIE NELLE PICCOLE IMPRESE

2.1
Struttura finanziaria e crescita dimensionale delle imprese

Molti studi hanno rilevato l'importanza del funzionamento dei mercati finanziari per la crescita economica[4] confermando l'opinione di Schumpeter sul ruolo della finanza per l'affermazione di una moderna struttura industriale (Schumpeter, 1946).

Le norme e le prassi della regolamentazione finanziaria affermatasi in Italia hanno fino ad oggi determinato una struttura del sistema finanziario spesso non adeguato alle esigenze di sviluppo del Paese.

Il nostro sistema capitalistico ha trovato nelle banche l'interlocutore privilegiato di una realtà imprenditoriale caratterizzata da piccole imprese e aziende familiari.

Numerose ricerche hanno evidenziato come l'efficienza dei mercati finanziari possa essere una leva efficace per la nascita, la crescita e la sopravvivenza delle imprese (Rajan, Zingales, 2004).

Nei sistemi orientati agli intermediari le condizioni di questa efficienza sono state individuate nell'accesso al finanziamento esterno sulla base di un'adeguata e non discriminatoria valutazione del merito creditizio, nella diffusa presenza di intermediari diretti secondo criteri di corretta e prudente gestione e nella disponibilità di una varietà di forme di credito orientate a finanziare idee capaci di sostenere lo sviluppo e lo spirito imprenditoriale di un sistema economico.

I sistemi orientati al mercato, caratterizzati da minore asimmetria informativa tra le parti, hanno dimostrato maggiore facilità nel selezionare il merito delle attività imprenditoriali e nell'incoraggiare la loro propensione alla crescita.

La differenza tra i due sistemi caratterizza anche la tipologia di attività preferenzialmente finanziata. I sistemi orientati agli intermediari finanziano infatti prevalentemente imprese che operano con una consolidata esperienza in settori nei quali sia possibile offrire garanzie patrimoniali o presentare un portafoglio di relazioni commerciali. Una maggiore disponibilità a finanziare imprese caratterizzate da asset intangibili prevale invece nei sistemi orientati al mercato, nei quali la presenza di investitori specializzati (venture capitalist) permette una più efficace selezione dei progetti meritevoli di finanziamento, accompagnando in modo più funzionale i percorsi di sviluppo delle imprese nuove e innovative[5].

Come è generalmente riconosciuto la finanza non ha la capacità di creare le opportunità (Rajan, Zingales, 2004), il suo compito è piuttosto quello di saper scegliere, tra le diverse iniziative imprenditoriali, quelle caratterizzate dalle migliori prospettive di crescita.

In un periodo come quello attuale, caratterizzato da instabilità o da cambiamenti di natura radicale, il sistema orientato al mercato sembra essere quello più adatto[6].

In un contesto caratterizzato da una riconfigurazione della divisione internazionale del lavoro, la finanza può svolgere un ruolo importante anche in quei settori nei quali l'Italia ha perso importanti quote di mercato pur avendo ricoperto in passato posizioni di leadership.

È infatti la finanza a consentire l'ingresso in un settore in difficoltà di nuovi e più efficienti operatori che, cambiando le regole competitive, possono creare le condizioni per il successivo rilancio del settore. Ciò è in genere possibile anche attraverso l'accesso a risorse esterne e l'introduzione di innovazioni che consentono di recuperare margini di produttività[7].

In molti casi la mancanza di un efficiente sistema di mercato fondato sul meccanismo della concorrenza, ha indotto il sistema finanziario e bancario a tutelare il ruolo degli attori tradizionalmente presenti in un settore, piuttosto che affrontare i rischi e i conflitti che avrebbero generato le decisioni capaci di promuovere un recupero di produttività.

Naturalmente ciò ha spesso rappresentato un trasferimento dei problemi aziendali sulla collettività che ha dovuto attivare i necessari meccanismi di compensazione sociale delle crisi d'impresa.

La natura e i caratteri generalmente assunti dalle relazioni tra banche e imprese in Italia sono comunque da attribuire anche alla struttura finanziaria che caratterizza le imprese italiane. Alcune tipicità emergono infatti chiaramente confrontando i più rilevanti indicatori finanziari delle imprese in alcuni dei principali paesi europei[8].

Le imprese italiane sono generalmente sottocapitalizzate e il rapporto di autonomia finanziaria è significativamente inferiore per tutte le classi dimensionali d'impresa rispetto agli altri paesi, ad eccezione delle piccole imprese in Germania.

In quel Paese però il livello di capitalizzazione aumenta di quasi tre volte al crescere della classe dimensionale aziendale, mentre in Italia rimane sostanzialmente invariato a prescindere dalle dimensioni delle imprese.

Dal punto di vista finanziario nelle imprese italiane si registra inoltre un elevato ricorso all'indebitamento bancario e anche questa è una condizione generalizzata per le diverse classi dimensionali d'impresa.

Anche in questo caso la situazione della Germania, peggiore rispetto a quella italiana per quanto riguarda le piccole imprese, migliora radicalmente al crescere delle dimensioni aziendali.

In Italia inoltre l'elevato indebitamento è accompagnato da una ridotta e talvolta troppo fragile capacità dell'impresa di generare cash flow rispetto ai flussi finanziari da destinare al servizio del debito, identificata dal rapporto Mol/oneri finanziari.

Tabella 2.1
LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE IN EUROPA. 2000

Classi dimensionali e paese considerato [9]	Patrimonio netto/ Totale attivo (Valori %)	Debiti bancari/ Totale attivo (Valori %)	MOL/ Oneri finanziari
P Italia	29	26	2,3
M Italia	29	28	3,1
G Italia	31	25	2,9
P Germania	17	33	4,2
M Germania	29	25	5,1
G Germania	48	9	7,5
P Spagna	42	24	3,8
M Spagna	43	23	4,2
G Spagna	38	23	5,0
P Francia	33	16	4,9
M Francia	34	17	5,5
G Francia	32	13	5,9

Fonte: Unicredit Banca d'impresa su dati Bach[10].

Figura 2.2
LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE IN EUROPA. 2000

	Mol/Oneri finanziari < 5	Mol/Oneri finanziari ≥ 5
Patrimonio netto/Totale attivo ≥33%	M Spagna P Spagna P Francia	G Germania G Spagna M Francia
Patrimonio netto/Totale attivo <33%	P Italia M Italia G Italia P Germania	M Germania G Francia

Fonte: Unicredit Banca d'impresa su dati Bach (nostra elaborazione)

Quest'ultimo indicatore è infatti molto più basso rispetto agli altri paesi e il differenziale è particolarmente evidente per le grandi imprese.

Se consideriamo quindi gli indicatori utilizzati per misurare il grado di capitalizzazione[11] e l'attitudine a coprire gli oneri finanziari con i flussi di cassa generati dalla gestione[12], emerge un quadro particolarmente critico per le imprese italiane.

Queste, a prescindere dalle loro classi dimensionali, si trovano infatti nell'area che indica il posizionamento peggiore rispetto ai due criteri utilizzati.

Una rapida evoluzione del sistema delle relazioni tra banche e imprese nel nostro Paese è sollecitata dai criteri di gestione del rischio imposti da Basilea II. Tale accordo prevede infatti la concessione di credito sulla base di un credit scoring che dovrà essere orientato dagli indicatori di bilancio piuttosto che dalle relazioni personali con l'imprenditore.

2.2
Fabbisogno finanziario e gestione del credito nelle imprese

Le condizioni di accesso a finanziamenti esterni trovano spesso nelle piccole imprese elementi di criticità legati alla dimensione aziendale e alla natura dell'assetto proprietario[13].

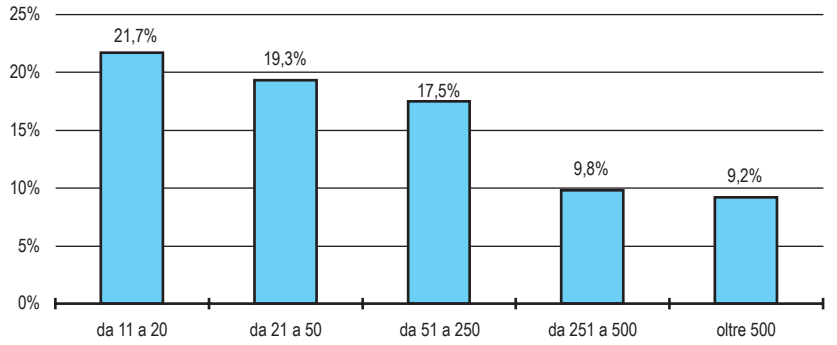
Il rapporto sull'industria italiana e sulla politica industriale dell'Osservatorio sulle piccole e medie imprese di Capitalia, effettuato su un campione di imprese manifatturiere con più di 10 addetti, può rappresentare un utile riferimento per esaminarne il comportamento e individuare le loro difficoltà ad operare sul mercato del credito.

In base a tale indagine la soddisfazione relativa alla disponibilità e alle modalità di concessione dei prestiti risulta inversamente correlata alle dimensioni aziendali. Ciò potrebbe rendere credibile l'ipotesi dell'esistenza di un crescente *razionamento del credito al diminuire delle dimensioni d'impresa*.

D'altra parte questa insufficiente soddisfazione della domanda di credito bancario, che ha mediamente riguardato il 20% delle aziende esaminate, non ha indotto una significativa ricerca di finanziamenti alternativi. Le imprese che hanno fatto ricorso a *strumenti finanziari innovativi* sono risultate infatti soltanto il 3,9% del campione. In prevalenza tale comportamento è stato espresso dalle imprese di maggiori dimensioni.

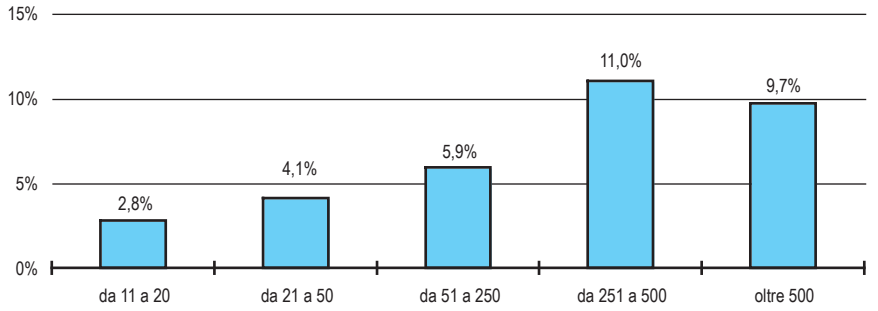
Spesso all'interno delle piccole imprese non viene realizzata una vera e propria programmazione finanziaria, capace di mettere in relazione il fabbisogno con le modalità più efficaci di finanziamento. Questo fenomeno è legato prevalentemente ad un'insufficiente *cultura finanziaria* e alla non diffusa conoscenza degli strumenti alternativi al credito bancario (Ciampi, 1994).

Grafico 2.3
IMPRESE CHE AVREBBERO DESIDERATO MAGGIOR CREDITO AL TASSO DI INTERESSE PREVALENTE SUL MERCATO PER CLASSI DI ADDETTI
% sul campione



Fonte: Capitalia (2002), Indagine sulle imprese manifatturiere, VIII Rapporto sull'industria italiana e sulla politica industriale

Grafico 2.4
IMPRESE CHE HANNO FATTO RICORSO A STRUMENTI FINANZIARI INNOVATIVI PER CLASSI DI ADDETTI
% sul campione



Fonte: Capitalia (2002), Indagine sulle imprese manifatturiere, VIII Rapporto sull'industria italiana e sulla politica industriale

Sempre sulla base della stessa indagine, la percentuale delle imprese che ha ceduto quote minoritarie di capitale di rischio ad operatori finanziari o non finanziari è molto bassa, indipendentemente dalla classe dimensionale considerata.

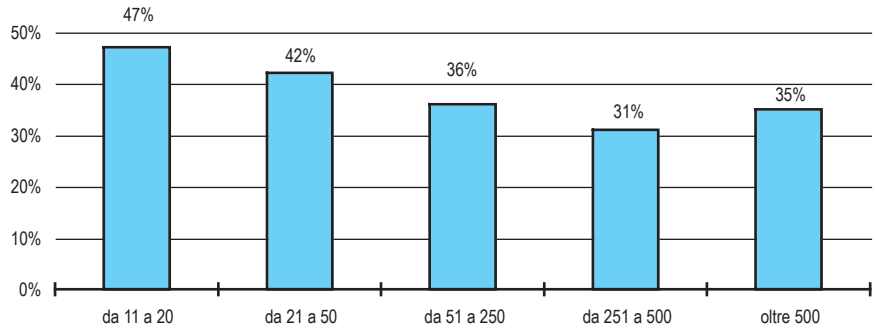
L'inadeguatezza della struttura organizzativa interna condiziona la qualità dei bilanci e la trasparenza delle informazioni nelle relazioni creditizie. Questi elementi hanno determinato un generale atteggiamento di favore del sistema bancario verso la diffusione del ricorso al pluriaffidamento.

In questo contesto le banche locali hanno avuto un ruolo importante nello sviluppo e nella crescita delle piccole imprese, anche perché la possibilità del ricorso a fonti di finanziamento esterne ha trovato significativi limiti di natura territoriale. È infatti opinione diffusa che le imprese di piccole dimensioni dipendano, nella loro possibilità di sviluppo, dalla qualità e dalla disponibilità del credito e degli strumenti finanziari offerti dal sistema bancario locale (Guiso, Sapienza, Zingales 2002).

La quota media di indebitamento bancario detenuta dalla banca principale nelle imprese più piccole del campione considerato (10-20 addetti) è molto alta (47%), segnalando probabilmente il forte peso della banca locale nel finanziamento

delle imprese di minori dimensioni. Tale percentuale si riduce significativamente nella classe di addetti di maggiore dimensione.

Grafico 2.5
QUOTA MEDIA DI INDEBITAMENTO BANCARIO DETENUTA DALLA BANCA PRINCIPALE PER CLASSI DI ADDETTI
% sul campione



Fonte: Capitalia (2002), Indagine sulle imprese manifatturiere, VIII Rapporto sull'industria italiana e sulla politica industriale

Le banche locali hanno avuto nel tempo un ruolo specifico nel finanziamento del sistema territoriale favorito anche dalla disponibilità di vantaggi informativi rispetto alle altre banche[14].

Tali vantaggi sono rappresentati da una minore asimmetria informativa, spesso colmata da diffuse relazioni personali, da una maggiore capacità di acquisire e trattare le informazioni nella valutazione degli attori economici locali[15] e da una maggiore capacità di attivare meccanismi di sanzione extra-economica nel caso di insolvenza dei debitori (Pagano, 2000).

Inoltre nella relazione con le piccole imprese le banche locali hanno saputo soddisfare tre tipologie di fabbisogno che le hanno rese particolarmente funzionali alle esigenze di questo segmento di clienti. Al *fabbisogno di finanziamento,* che non sempre è proporzionale alla dimensione delle garanzie concesse, si sono infatti spesso aggiunti un *fabbisogno di conoscenze*, che ha sollecitato la capacità della banca locale di garantire un adeguato livello di servizio, e un *fabbisogno di relazioni*, soddisfatto grazie al radicamento territoriale e alla condivisione di linguaggi e regole comuni (De Censi, 2000).

Le relazioni privilegiate tra banca locale e piccole imprese sono testimoniate anche dai positivi legami che hanno alimentato la crescita di numerosi distretti industriali italiani. In questi casi infatti si è spesso instaurata con le imprese una relazione consolidata capace di generare vantaggi informativi per la banca che ha saputo costruire partnership solide consentendo alle imprese di superare il tradizionale vincolo finanziario alla crescita (Berti, 2000).

2.3
Una ricostruzione delle recenti dinamiche del sistema bancario regionale

L'analisi della dinamica di alcuni dei principali indicatori dell'attività bancaria ci permette di leggere ed interpretare i fenomeni più rilevanti che hanno interessato il mondo del credito in Toscana negli ultimi anni.

Attraverso questo sistema di indicatori è possibile ricostruire le principali

evoluzioni del sistema finanziario regionale e provare a immaginare alcune prospettive per il suo sviluppo.

La rimozione delle barriere normative all'espansione geografica delle banche ha permesso l'entrata di nuovi concorrenti di grandi dimensioni in mercati locali in precedenza relativamente chiusi (Bonaccorsi di Patti, Gobbi, 2004).

Anche il sistema finanziario regionale è stato interessato dai processi di concentrazione finanziaria sopra evidenziati. Nel corso degli ultimi anni si è assistito in Toscana ad una sostanziale riduzione del ruolo delle Fondazioni di origine bancaria, nate in seguito alla riforma Amato, negli assetti proprietari delle banche. Due di queste banche (Monte dei Paschi di Siena e Cassa di Risparmio di Firenze) sono oggi quotate al mercato di borsa e le Fondazioni detengono ormai partecipazioni inferiori al 50% in quasi tutte le Casse di Risparmio della regione. Anche la Fondazione Monte dei Paschi di Siena ha ridotto la quota di azioni ordinarie nella banca conferitaria al di sotto del 50%, mantenendo invece il 58% del capitale sociale complessivo attraverso azioni privilegiate.

In questo quadro di cambiamento degli assetti proprietari del sistema bancario regionale la maggioranza delle azioni delle tre Casse di Risparmio della costa (Lucca, Pisa e Livorno) è stata acquistata dalla Banca Popolare Italiana e la Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia è passata sotto il controllo dalla Cassa di Risparmio di Firenze. Il Gruppo Banca CR Firenze ha realizzato l'acquisizione di quote di maggioranza nel capitale di alcune Casse di Risparmio con sede in Regioni confinanti (Orvieto, La Spezia, Civitavecchia, Mirandola), e ha visto crescere la quota nel suo azionariato del Gruppo S.Paolo-Imi e di BNP Paribas. Il processo di riorganizzazione del Monte dei Paschi di Siena ha comportato la cessione della Cariprato alla Banca Popolare di Vicenza e il delisting della Banca Toscana e della Banca Agricola Mantovana.

Si devono inoltre ricordare, sempre nel quadro dei cambiamenti avvenuti in questi anni nel panorama bancario regionale, i processi di concentrazione di alcune Banche di Credito Cooperativo.

Sulla base di questi scenari evolutivi si vuole verificare se i processi di concentrazione in corso, abbiano determinato effetti negativi sulla disponibilità di finanziamenti per le imprese minori[16].

Se risulta valida l'ipotesi di un positivo legame tra piccola impresa e banca locale, ai fini dello sviluppo del territorio e delle imprese in esso presenti, il minor peso delle banche locali nei sistemi di piccola impresa rischia di modificare gli equilibri consolidati.

Nel corso degli ultimi anni la composizione del sistema bancario nella Regione Toscana evidenzia una sostanziale stabilità del numero delle banche con sede legale nella regione.

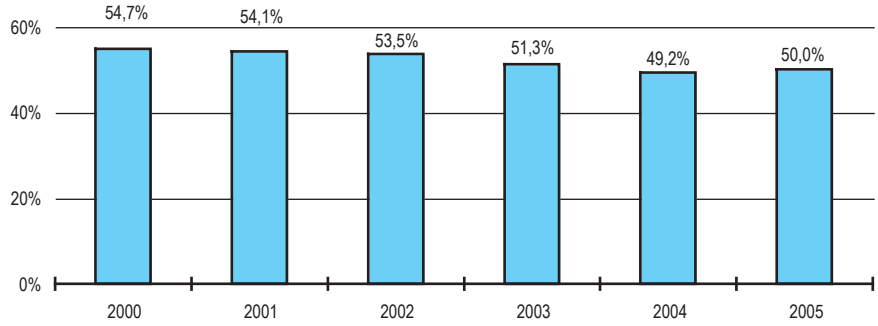
L'importante aumento del numero delle banche in Toscana (+13%) negli ultimi cinque anni è infatti sostanzialmente da attribuire a quelle con sede fuori regione.

Tabella 2.6
COMPOSIZIONE DEL SISTEMA BANCARIO REGIONALE CON RIFERIMENTO ALLA LOCALIZZAZIONE DELLA SEDE LEGALE

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Banche con sede in Toscana	58	59	61	61	60	60
Banche presenti in Toscana	106	109	114	119	122	120

Fonte: Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C11, e edizioni precedenti

Grafico 2.7
COMPOSIZIONE DEL SISTEMA BANCARIO REGIONALE CON RIFERIMENTO ALLA LOCALIZZAZIONE DELLA SEDE LEGALE. BANCHE CON SEDE IN TOSCANA/BANCHE PRESENTI IN TOSCANA



Fonte: Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C11, e edizioni precedenti

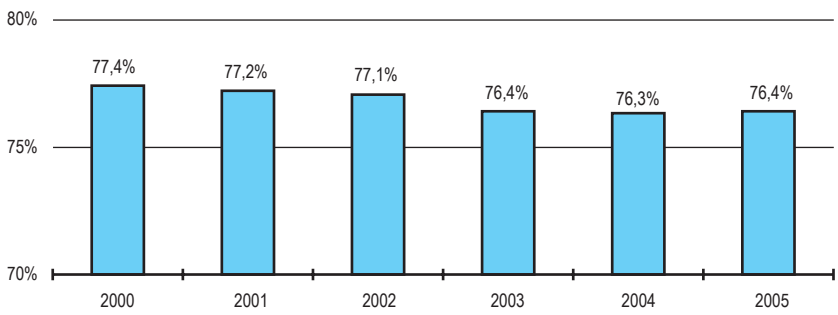
Dal punto di vista degli sportelli l'aumento registrato in Toscana (+25 sportelli) è da attribuire, in maniera sostanzialmente proporzionale alla diffusione degli sportelli nel territorio regionale, tra banche con sede in regione e altre banche.

Tabella 2.8
COMPOSIZIONE DEGLI SPORTELLI NEL SISTEMA BANCARIO REGIONALE CON RIFERIMENTO ALLE LOCALIZZAZIONI DELLA SEDE LEGALE

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Sportelli banche con sede in Toscana	1.584	1.636	1.670	1.694	1.723	1.755
Sportelli banche presenti in Toscana	2.046	2.119	2.167	2.218	2.257	2.297

Fonte: Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C11, e edizioni precedenti

Grafico 2.9
COMPOSIZIONE DEGLI SPORTELLI NEL SISTEMA BANCARIO REGIONALE CON RIFERIMENTO ALLE LOCALIZZAZIONI DELLA SEDE LEGALE. SPORTELLI DI BANCHE CON SEDE IN TOSCANA/SPORTELLI DI BANCHE PRESENTI IN TOSCANA



Fonte: Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C11, e edizioni precedenti

I processi di concentrazione avvenuti all'interno del panorama bancario toscano non hanno quindi frenato la crescita del sistema bancario regionale e l'apertura di nuovi sportelli ha aumentato la capillarità della presenza delle banche sul territorio.

L'analisi della dinamica nel corso degli anni mostra un trend di crescita degli sportelli in Toscana superiore a quello registrato a livello nazionale. Nei sei anni

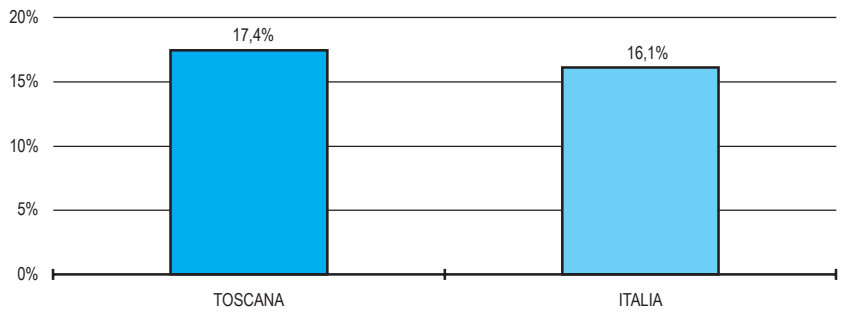
dal 1999 al 2005 infatti il loro numero è cresciuto in Toscana del 17,4% a fronte della crescita del 16,1% registrata in Italia.

Tabella 2.10
NUMERO DEGLI SPORTELLI BANCARI. 1999-2005

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOSCANA	1.956	2.045	2.119	2.167	2.218	2.257	2.297
ITALIA	27.134	28.177	29.270	29.626	30.480	30.944	31.501

Fonte: Banca d'Italia (2006), Relazione annuale 2005, Tav. aE4, e edizioni precedenti; Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C12, e edizioni precedenti

Grafico 2.11
TASSO DI CRESCITA DEGLI SPORTELLI BANCARI. Δ 2005-1999
Valori %



Fonte: Banca d'Italia (2006), Relazione annuale 2005, Tav. aE4, e edizioni precedenti; Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C12, e edizioni precedenti

Uno dei principali indicatori della capacità del sistema bancario di sostenere lo sviluppo delle attività economiche di un territorio è rappresentato dal rapporto *prestiti/raccolta*.

L'analisi dell'evoluzione di questo rapporto ci permette di verificare se il cambiamento sopra evidenziato ha avuto ripercussioni sulla quantità e la proporzione dei finanziamenti erogati.

La voce posta al numeratore del rapporto, i *prestiti*, include gli "impieghi"[17] e le "sofferenze"[18]. La voce posta al denominatore, la *raccolta,* considera i "depositi"[19] e le "obbligazioni".

Tale rapporto esprime dunque la relazione esistente tra i prestiti erogati dalle banche e i risparmi che hanno alimentato la raccolta, evidenziando il ruolo svolto dal sistema bancario nel trasferimento dei saldi finanziari.

Nei sei anni considerati dal 1999 al 2005 tale indicatore è cresciuto in Toscana dal 93,7% al 121,27% con un incremento di entrambi gli elementi del rapporto. La crescita più marcata del numeratore evidenzia la maggiore erogazione di finanziamenti concessi dalle banche nelle diverse forme tecniche e un più funzionale impiego endogeno della raccolta.

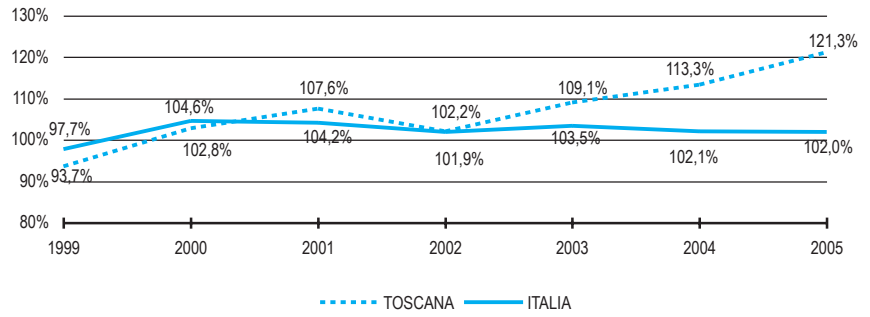
Questo rapporto registra un incremento anche per l'Italia, ma con percentuali inferiori rispetto a quello rilevato in Toscana nello stesso periodo.

Da notare inoltre che a partire dal 2002 il segno della relazione tra Toscana e Italia nei valori del rapporto si inverte, passando da un differenziale negativo per la Toscana di 4 punti percentuali, ad un differenziale positivo di oltre 19 punti.

Questo dato farebbe ritenere che le imprese toscane abbiano avuto condizioni migliori rispetto alla media nazionale nell'erogazione dei prestiti concessi.

Non sembra quindi verificata la temuta e da più parti evidenziata penalizzazione derivante alle imprese toscane da un razionamento del credito dovuto alla ristrutturazione del sistema bancario regionale. La disponibilità del sistema creditizio toscano verso le imprese, spesso ritenuta una delle cause dell'andamento negativo dell'economia regionale, sembra essere stata sottovalutata in relazione ai dati che emergono dall'analisi.

Grafico 2.12
RAPPORTO TRA PRESTITI E RACCOLTA DEL SISTEMA BANCARIO



Fonte: Banca d'Italia (2006), Relazione annuale 2005, Tav. aD11, aD12 e aD16, e edizioni precedenti; Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C1, e edizioni precedenti

L'indicatore precedente, includendo nella voce prestiti sia gli impieghi che le sofferenze, nasconde la capacità del sistema bancario di valutare il merito creditizio dei soggetti affidati.

Può essere pertanto utile misurare l'incidenza delle sofferenze rispetto ai prestiti erogati in modo da evidenziare la parte di questi che sono andati a buon fine. Il rapporto *sofferenze/prestiti* mostra un livello di sofferenze relativo più basso per la Toscana in confronto a quello registrato per l'Italia.

L'evoluzione di questo indicatore nel periodo dal 1999 al 2005 mostra una significativa riduzione del valore assoluto e una sostanziale stabilità del differenziale rispetto al dato nazionale fino al 2004.

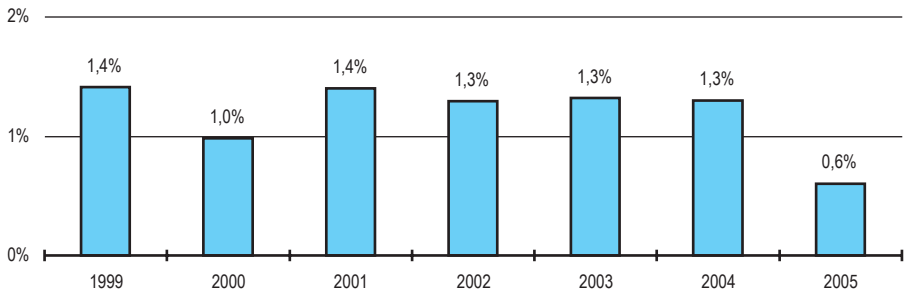
Questo valore è ancora più positivo se consideriamo che il precedente rapporto ha evidenziato negli stessi anni l'incremento del peso dell'attività creditizia. Tutto ciò segnala il miglioramento della qualità del credito bancario sia per l'Italia che per la Toscana.

Tabella 2.13
INCIDENZA DELLE SOFFERENZE SUI PRESTITI DEL SISTEMA BANCARIO
Valori %

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOSCANA	6,0	4,7	3,3	3,2	3,4	3,4	3,1
ITALIA	7,4	5,7	4,7	4,5	4,7	4,7	3,7

Fonte: Banca d'Italia (2006), Relazione annuale 2005, Tav. aD12 e aD16, e edizioni precedenti; Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C1 e C3, e edizioni precedenti

Grafico 2.14
INCIDENZA DELLE SOFFERENZE SUI PRESTITI DEL SISTEMA BANCARIO: Δ ITALIA – TOSCANA



Fonte: Banca d'Italia (2006), Relazione annuale 2005, Tav. aD12 e aD16, e edizioni precedenti; Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C1 e C3, e edizioni precedenti

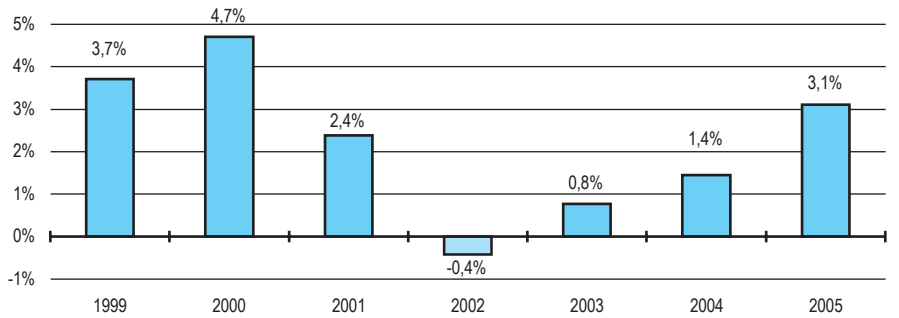
Negli anni considerati è inoltre cambiata profondamente in Toscana la composizione della raccolta del risparmio del sistema bancario. Il rapporto obbligazioni/raccolta è infatti passato nel periodo dal 26,9% al 32,5% riducendo il divario esistente tra Toscana e Italia rispetto a forme più strutturate di raccolta del risparmio.

Tabella 2.15
INCIDENZA DELLE OBBLIGAZIONI SULLA RACCOLTA
Valori %

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOSCANA	26,9	26,4	29,3	32,5	32,6	33,4	32,5
ITALIA	30,6	31,1	31,7	32,1	33,4	34,8	35,6

Fonte: Banca d'Italia (2006), Relazione annuale 2005, Tav. aD12 e aD16, e edizioni precedenti; Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C1 e C3, e edizioni precedenti

Grafico 2.16
INCIDENZA DELLE OBBLIGAZIONI SULLA RACCOLTA. Δ ITALIA - TOSCANA



Fonte: Banca d'Italia (2006), Relazione annuale 2005, Tav. aD11, e edizioni precedenti; Banca d'Italia (2006), Note sull'andamento dell'economia della Toscana nel 2005, Tav. C1, e edizioni precedenti

Ai fini degli obiettivi del presente lavoro un altro elemento importante è rappresentato dall'individuazione delle condizioni offerte dalle banche dal punto di vista dei tassi di interesse applicati sui finanziamenti erogati. Il loro valore e le previsioni sulla loro evoluzione futura possono infatti avere dei riflessi rilevanti sulla scelta di strumenti di finanziamento alternativi come quelli nel capitale di rischio.

Dai dati forniti da Banca d'Italia[20] emerge una forte riduzione dei tassi di interesse applicati dalle banche italiane sui finanziamenti a breve termine nel periodo dal 2000 al 2005. Questa diminuzione avviene in misura percentualmente significativa sia nel contesto nazionale (-13,4%) che in misura ancora più ampia in quello toscano (-18,8%).

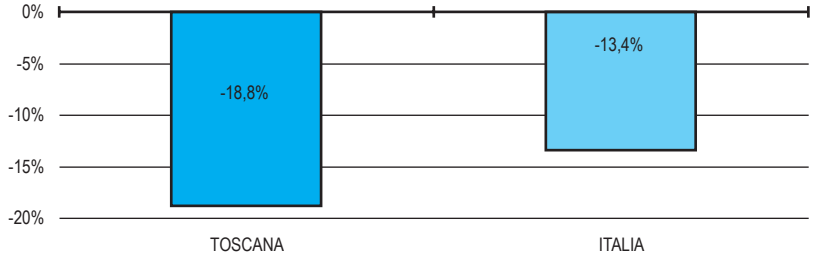
Non sfuggono al riguardo le evidenti implicazioni derivanti dall'introduzione dell'euro.

Tabella 2.17
EVOLUZIONE DEI TASSI DI INTERESSE SUI FINANZIAMENTI A BREVE TERMINE. DATO DI DICEMBRE
Valori %

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
TOSCANA	6,9	6,6	6,6	6,2	6,1	5,6
ITALIA	6,7	6,0	5,7	5,9	6,0	5,8
Δ Toscana-Italia	0,2	0,6	0,9	0,3	0,1	-0,2

Fonte: Banca d'Italia (2006), Relazione annuale 2005, Tav. aD33, e edizioni precedenti; Banca d'Italia, Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane dal 1999 al 2005[21].

Grafico 2.18
EVOLUZIONE DEI TASSI DI INTERESSE SUI FINANZIAMENTI A BREVE TERMINE. Δ 2005-2000
Valori %



Fonte: Banca d'Italia (2004), Relazione annuale 2003, Tav. aD33, e edizioni precedenti; Banca d'Italia, Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane dal 1999 al 2004.

I dati emersi non sembrano evidenziare un comportamento del sistema bancario penalizzante verso le imprese in Toscana rispetto al resto del paese. Piuttosto il sistema bancario toscano potrebbe non essere stato sufficientemente capace di offrire quegli strumenti finanziari innovativi che in altre regioni hanno avuto un ruolo importante nell'accompagnare lo sviluppo delle imprese.

La finanza, al fine di promuovere lo sviluppo delle imprese, deve infatti essere in grado di alimentare quel credito "anormale", di cui parlava Schumpeter, grazie al quale l'imprenditore promuove innovazione che genera gli extraprofitti destinati a ripagare il debito (Schumpeter J., 1946, op. cit).

Il rischio maggiore è invece quello che il credito sia orientato a finanziare la conservazione, la rendita, e non il progresso, poiché l'intermediario non è in grado di selezionare adeguatamente l'imprenditore innovativo (Coltorti, 2005). La responsabilità del sistema bancario potrebbe allora essere stata quella di non aver negli ultimi anni scommesso sufficientemente sulla sperimentazione del nuovo, accompagnando i processi di sviluppo delle imprese nuove e innovative.

NOTE

[4] Dopo aver studiato i dati relativi a 35 Paesi tra il 1860 e il 1963 Raymond Goldsmith sosteneva: "a rough parallelism can be observed between economic and financial development if period of several decades are considered"; (Goldsmith, 1969; Pagano, 1993; Demirguc-Kunt, Levine, 2001).

[5]"…Quando il finanziatore, come accade nel capital venturing, partecipa alle scelte strategiche e ne assume il rischio relativo. La divisione del lavoro tra capitalista di ventura e imprenditore industriale aiuta l'impresa a crescere e a realizzare le innovazioni progettate…Per acquisire forza e legittimazione, infatti, la finanza deve in qualche misura svolgere la sua funzione utile nella transizione dal fordismo al postfordismo, diventando elemento di sperimentazione del nuovo" (Rullani, 2004, p. 9).

[6] "I sistemi di finanziamento *relationship-based* hanno almeno due aspetti negativi durante periodi caratterizzati da grandi cambiamenti. In primo luogo, le modalità con cui il sistema valuta le nuove imprese rende più probabile che un maggior numero di nuove opportunità fuori dell'ordinario siano lasciate senza finanziamenti rispetto a quanto accade nei sistemi *arm's lenght*; le decisioni prese in base alle opinioni di consenso sono intrinsecamente più conservatrici. In secondo luogo, la natura opaca del sistema aumenta la discriminazione verso gli outsiders, con particolare riferimento ai nuovi entranti. Pertanto coloro che hanno i maggiori incentivi a forzare il cambiamento hanno minori risorse per attuarlo. Dal momento che gli operatori del sistema non hanno la mentalità e gli incentivi per innovare, i sistemi di finanziamento relationship-based costituiscono dunque un serio fattore di freno in tempi di grandi cambiamenti" (Zingales, 2004, pp. 43-44).

[7] "Negli ultimi decenni, l'industria tessile statunitense è caduta in declino sotto la forte pressione della concorrenza straniera. Mentre nel 1976 il settore contava 275.000 telai a navetta, nel 1997 ce n'erano soltanto 10.000. Nel 1992, negli Stati Uniti, rimanevano solo due terzi delle fabbriche tessili che esistevano nel 1972. In quel periodo l'occupazione nel settore diminuì del 35 per cento circa. Molte fabbriche chiusero, è vero, ma ci furono anche numerosi nuovi ingressi. Fra il 1987 e il 1992, ad esempio, il 31 per cento delle fabbriche esistenti dovette chiudere. Ma nel 1992, le nuove entrate controllavano il 28 per cento degli stabilimenti. Può sembrare paradossale che nuove aziende aprissero proprio mentre le vecchie aziende chiudevano abbandonando il settore. Ma questo avvicendamento favorì in modo decisivo la trasformazione del settore. Oggi le imprese sono a più alto impiego di capitali – e assumono meno lavoratori. Di conseguenza la produttività del settore tessile statunitense è cresciuta, in parte perché le aziende sopravvissute sono diventate più produttive, in parte perché quelle costrette ad abbandonare il campo erano improduttive, e in parte perché anche le nuove entrate sono più produttive. L'industria tessile statunitense ha cominciato a fabbricare anche nuovi prodotti come il Gore-Tex e il Polartec, che prima non esistevano. Il settore è dunque riuscito a incrementare le esportazioni persino in un periodo che ha visto un'impennata delle importazioni negli Stati Uniti. In questo contesto di intensa ristrutturazione, l'ingresso di nuovi operatori del settore ha svolto un ruolo cruciale nel vincere la resistenza dell'establishment al cambiamento. E tale ingresso dipende fortemente dalle possibilità di accesso alle risorse esterne. Quindi, anche nei settori in declino, quello della finanza è un ruolo determinante" (Rajan, Zingales, 2004, op. cit., pp.144-145).

[8] I dati si riferiscono ad un'indagine di *Unicredit Banca di impresa* su dati Bach e riportano le medie di periodo dei dati disponibili per classe dimensionale d'impresa in diversi Paesi.

[9] La suddivisione in classi dimensionali effettuata dalla Banca dati Bach prende come riferimento il fatturato: piccole (P) sono le imprese con fatturato minore di 7 milioni di euro; medie (M) quelle con fatturato compreso tra 7 e 40 milioni di euro; grandi (G) quelle con fatturato maggiore o uguale a 40 milioni di euro.

[10] La Banca Dati Bach fornisce informazioni confrontabili sui bilanci delle imprese non finanziarie relativi a 13 nazioni (Germania, Finlandia, Francia, Italia, Spagna, Belgio, Olanda, Portogallo, Austria, Danimarca, Svezia, Stati Uniti e Giappone). L'archivio Bach è frutto di una stretta collaborazione tra la Commissione Europea e i membri del Comitato europeo delle Centrali dei bilanci che fornisce alla commissione i dati aggregati. I dati sono aggregati secondo l'attività economica (classificazione NACE) e la dimensione di impresa (fatturato) sulla base di uno schema contabile omogeneo ispirato alla IV direttiva CEE. La codifica utilizzata corrisponde agli articoli dal 10 al 23 della IV direttiva con qualche adattamento.

[11] L'autonomia finanziaria misura il rapporto tra mezzi propri e totale dell'attivo ed è ritenuto adeguato un livello del 33% di questo indice.

[12] Tale attitudine può essere indicata dal rapporto tra margine operativo lordo e oneri finanziari ed è considerato adeguato un livello di questo indicatore maggiore di 5.

[13] "Le specificità possedute dalle piccole imprese in campo finanziario sono molteplici. Anzitutto si tratta di aziende solitamente non quotate e quindi senza titoli negoziabili sul mercato aperto. Questo fatto, unito alla tradizionale avversione dell'imprenditoria minore all'apertura a soci esterni per finalità di controllo, aggrava le difficoltà delle piccole imprese di accedere direttamente a nuovo capitale di rischio. In secondo luogo si tratta di imprese nelle quali confluisce generalmente gran parte delle attività finanziarie detenute in portafoglio dagli imprenditori proprietari. Ciò rende il portafoglio di attività finanziarie della famiglia proprietaria scarsamente diversificato, innalza il rischio della famiglia e determina il contenimento degli apporti di ulteriori fondi personali in caso di necessità… Le piccole imprese hanno inoltre un'elevata vulnerabilità finanziaria che dipende dalla carenza di risorse umane dotate delle competenze necessarie per effettuare un'efficiente gestione finanziaria, nonché dal fatto di essere maggiormente esposte ai costi ed alle imperfezioni dei mercati finanziari…Le piccole

imprese sono spesso razionate dal sistema bancario ed assoggettate a costi di accesso al credito più elevati rispetto alla norma, a causa dei maggiori costi di informazione (istruttoria) che impongono agli intermediari" (Pencarelli, Dini, 1995, pp. 47-48).

[14] "Si ritiene infatti generalmente che le grandi banche siano meno adeguate nel finanziamento delle PMI, e l'ipotesi trova fondamento nella letteratura sulla relazione banca-impresa, che enfatizza il ruolo delle banche di piccole dimensioni e con un forte radicamento territoriale nel finanziamento delle imprese più opache dal punto di vista informativo, quali sono tipicamente le PMI: le piccole banche…hanno maggiori legami con il contesto socio-economico e sono in grado di valorizzare tutte le informazioni qualitative (dette anche soft information) riguardanti le imprese locali" (Guelpa, 2005, p. 37).

[15] "Vi sono scambi finanziari per i quali l'informazione è altamente localizzata e difficilmente comunicabile, per cui le relazioni tra datori e prenditori di fondi non possono che avvenire localmente. L'esistenza di istituzioni finanziarie locali è perciò un elemento indispensabile per superare l'isolamento di quegli operatori per i quali i costi di informazione e i costi di transizione sono troppo elevati per consentire l'accesso ai centri finanziari" (Alessandrini, Zazzaro, 2001, p. 78)

[16] "Le grandi banche tendono a praticare tassi di interesse più bassi e a chiedere minori garanzie reali alle piccole imprese ma allo stesso tempo tendono ad erogare a questo segmento di clientela una quota di prestiti inferiore a quella delle altre banche" (Berger, Udell, 1996).

[17] Gli "impieghi" sono finanziamenti a clientela ordinaria residente sotto diverse forme tecniche: sconto di portafoglio, scoperti di c/c, operazioni autoliquidantisi (anticipi su effetti, documenti accreditati salvo buon fine), finanziamenti su anticipi su operazioni di importazione e esportazione, mutui, anticipazioni attive, prestiti su pegno, prestiti contro cessione di stipendio, cessioni di credito, impieghi con fondi di terzi in amministrazione, altri investimenti finanziari e pronti contro termine attivi.

[18] Le "sofferenze" sono crediti nei confronti di soggetti in stato di insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili.

[19] I "depositi" comprendono: i certificati di deposito, i buoni fruttiferi, i c/c passivi e i pronti contro termine nei confronti di clientela ordinaria.

[20] Per l'Italia, i tassi attivi sono ottenuti come media mensile delle segnalazioni decapali. I tassi medi sono ottenuti come media ponderata dei tassi sulle singole posizioni utilizzando come peso i relativi saldi contabili. Per la Toscana le informazioni sono elaborate in base alle segnalazioni prodotte trimestralmente da un gruppo di circa 70 banche. I tassi attivi riguardano i tassi medi applicati sui finanziamenti per cassa censiti dalla Centrale dei rischi erogati a favore della clientela ordinaria residente.

[21] Per gli anni 1999, 2000, 2001 e 2002 i dati sono relativi alla Centrale dei rischi e sono riferiti alla localizzazione degli sportelli; vengono considerate le operazioni in euro e sulle valute dell'area dell'euro. Le rilevazioni sui tassi di interesse vengono effettuate sulla base di segnalazioni prodotte trimestralmente da un gruppo di 68 banche. Le informazioni sui tassi attivi riguardano i tassi medi applicati sui finanziamenti per cassa in lire (in euro e nelle valute in esso confluite dal 1° gennaio 1999) censiti dalla Centrale dei rischi, erogati a favore della clientela ordinaria residente. La Centrale dei rischi censisce, in generale, le posizioni per le quali il credito accordato o utilizzato superi i 150 milioni di lire (77.469 euro). Per gli anni 2003 le rilevazioni sui tassi di interesse sono effettuate sulla base di segnalazioni prodotte trimestralmente da un gruppo di banche di 60 unità. Dal 2004 la rilevazione campionaria trimestrale sui tassi è stata profondamente rinnovata ampliando il numero di banche segnalanti a 250 unità. Le informazioni sui tassi attivi sono rilevate distintamente per ciascun cliente: sono oggetto di rilevazione i finanziamenti per cassa concessi alla clientela ordinaria relativi a ciascun nominativo per il quale, alla fine del trimestre di riferimento, la somma dell'accordato o dell'utilizzato segnalata alla Centrale dei rischi sia pari o superiore a 75.000 euro. Per le nuove operazioni a scadenza, le banche segnalano il tasso di interesse annuo effettivo globale TAEG e l'ammontare del finanziamento concesso. I dati sui tassi di interesse passivi fino a dicembre 2003 sono riferiti alla localizzazione dello sportello. I dati del dicembre 2004 e 2005 sono riferiti alla residenza della controparte e alle operazioni in euro. La differenza metodologica utilizzata per l'anno 2004 e 2005 può non rendere i dati di questi 2 anni pienamente confrontabili con quelli degli anni precedenti.

3.
VENTURE CAPITAL E PRIVATE EQUITY NELLO SVILUPPO DEI SISTEMI LOCALI

3.1
Venture capital, private equity e capitale di rischio

In Europa, e in misura minore anche in Italia, si sono affermati negli ultimi anni numerosi operatori e strumenti di intervento finanziario più idonei del tradizionale sistema bancario a supportare la nascita e la crescita delle attività imprenditoriali o a sostenere l'eventuale processo di risanamento aziendale.

Le forme di intervento a cui ci riferiamo riguardano l'investimento in strumenti rappresentativi del capitale di rischio, finalizzato a finanziare l'avvio e l'accelerazione dei processi di crescita e di innovazione aziendale e a rafforzare l'affidabilità dell'impresa nei confronti degli istituti di credito e del sistema finanziario in genere.

La diffusione di processi di creazione di nuove attività imprenditoriali, legate alla ricerca e all'introduzione di nuove tecnologie, e l'intensificarsi di processi innovativi in settori più o meno tradizionali dell'apparato produttivo italiano hanno trovato negli ultimi anni un significativo incoraggiamento nella crescente disponibilità di risorse orientate all'investimento nel capitale di rischio delle imprese (venture capital & private equity). Questa disponibilità è stata accompagnata dalla progressiva articolazione degli operatori attivi nel mercato finanziario, come fondi di investimento chiusi, fondi di *seed capital*, società di *venture capital*, fondi di *buy-out* e *business angel* (Gervasoni, Sattin, 2000).

La presenza di nuclei di imprenditorialità innovativa ha sollecitato l'utilizzo di strumenti di intervento idonei a supportare la nascita e la crescita delle attività imprenditoriali.

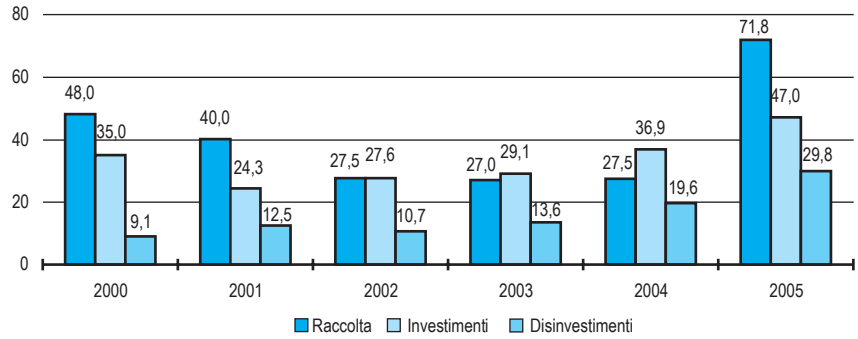
In questo contesto è diffusa la distinzione tra operazioni di *venture capital*, relative al finanziamento di nuove iniziative imprenditoriali, e operazioni di *private equity* destinate ad operazioni di investimento attuate nelle fasi successive del percorso evolutivo dell'impresa.

Nel presente paragrafo analizzeremo per il periodo 2000-2005 l'evoluzione delle principali grandezze del mercato europeo[22] e italiano del private equity, comprendendo con questo termine anche il segmento del venture capital.

- *Raccolta, investimenti e disinvestimenti per operazioni di private equity*

Considerando il valore della raccolta e degli investimenti si evidenzia come il private equity abbia raggiunto in Europa dimensioni rilevanti, con un crescente ammontare di disinvestimenti nel corso degli anni (Graf. 3.1). Nel 2005 i valori raggiunti sono stati i più elevati degli ultimi sei anni sia per la raccolta (72 milioni di euro) che per gli investimenti (47 milioni di euro) e i disinvestimenti (30 milioni di euro). Il numero di operazioni effettuate è stato di circa 11.000.

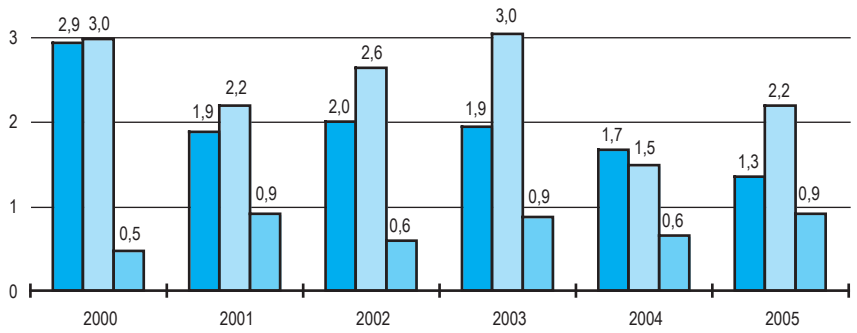
Grafico 3.1
RACCOLTA, INVESTIMENTI E DISINVESTIMENTI PER OPERAZIONI DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA. 2000/2005
Per ammontare, in miliardi di euro



Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti

In Italia il private equity ha visto una sostanziale riduzione della raccolta e degli investimenti tra il 2000 e il 2001, in seguito alla fine della bolla speculativa legata ai settori dell'ICT. Tale andamento non è del resto dissimile a quello riscontrato nel contesto europeo. Nel 2003 gli investimenti avevano però già recuperato i valori massimi dell'anno 2000 attestandosi ad oltre 3 milioni di euro. Anche la raccolta si è successivamente stabilizzata intorno ai 2 milioni di euro annui, mentre il valore dei disinvestimenti rappresenta una cifra comparativamente ancora troppo bassa rispetto agli investimenti, se raffrontata con il dato europeo. Ciò evidenzia la non ancora raggiunta maturità del mercato del private equity nel nostro Paese (Graf. 3.2).

Grafico 3.2
RACCOLTA, INVESTIMENTI E DISINVESTIMENTI DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA. 2000/2005
Per ammontare, in miliardi di euro



Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti

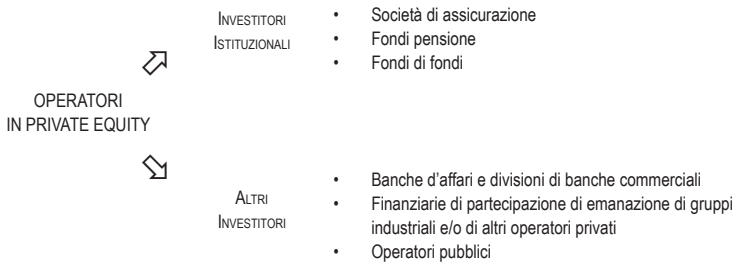
- *Gli attori*

L'attivazione sempre più diffusa di iniziative di investimento nel capitale di rischio delle imprese e la crescente varietà della natura degli attori che operano anche nel contesto italiano testimoniano l'esistenza di uno spazio significativo per questo strumento finanziario nell'accompagnare il processo evolutivo del tessuto imprenditoriale.

Gli operatori che offrono risorse finanziarie attraverso differenti modalità operative sotto forma di investimenti in capitale di rischio, svolgono un'attività che consiste generalmente nella sottoscrizione di una partecipazione di minoranza in imprese non quotate, dotate di affidabili e spesso rapide prospettive di crescita. L'obiettivo è quello di cedere tale partecipazione nel medio periodo realizzando una significativa plusvalenza (Aifi, Pricewaterhousecoopers, 2000).

Tra gli attori che investono nel private equity si possono distinguere diverse categorie di operatori che si differenziano tra loro per la forma giuridica utilizzata, per gli obiettivi perseguiti e per le forme di raccolta di fondi adottate (Fig. 3.3).

Figura 3.3
LE TIPOLOGIE DI OPERATORI NEL PRIVATE EQUITY



Si parla di investitori istituzionali quando l'attività di investimento in capitale di rischio e in strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati viene svolta con continuità e in via prevalente rispetto ad altri impieghi finanziari; mentre si utilizza il termine altri investitori per riferirsi ai soggetti che utilizzano un approccio discontinuo nell'attività di investimento in capitale di rischio, con il fine prevalente di diversificare il portafoglio delle proprie attività finanziarie allo scopo di aumentarne la redditività.

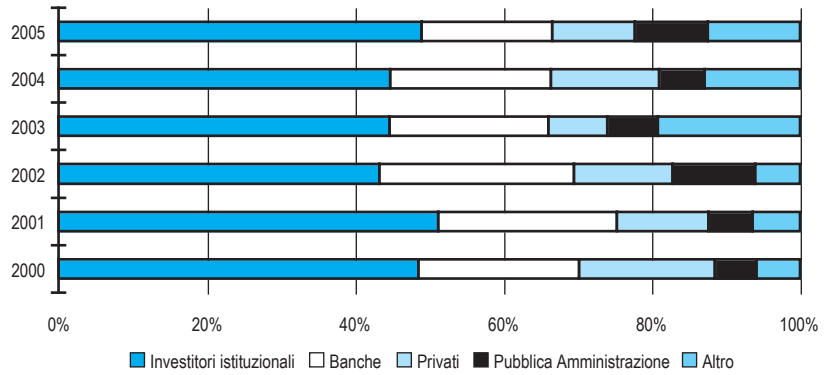
L'operatore che investe in private equity non è di solito solo un veicolo di risorse finanziarie, ma è anche un partner che può fornire un valore aggiunto di competenze e di relazioni per contribuire a far evolvere la gestione aziendale verso modelli manageriali.

L'intensità con la quale investitori di diversa natura hanno raccolto risorse da destinare ad investimenti di private equity ha subito negli anni variazioni significative sia in Europa che in Italia.

Nel mercato europeo gli investitori istituzionali, rappresentati da fondi pensione, fondi di fondi, compagnie assicurative, costituiscono l'attore largamente più significativo, con una quota che nel corso degli anni ha oscillato tra il 40 e il 50% (Graf. 3.4). A una significativa diminuzione del peso delle banche e degli investitori privati, si sono contrapposte maggiori risorse rese disponibili da operatori pubblici e da altri operatori, categoria residuale nella quale abbiamo compreso le istituzioni universitarie.

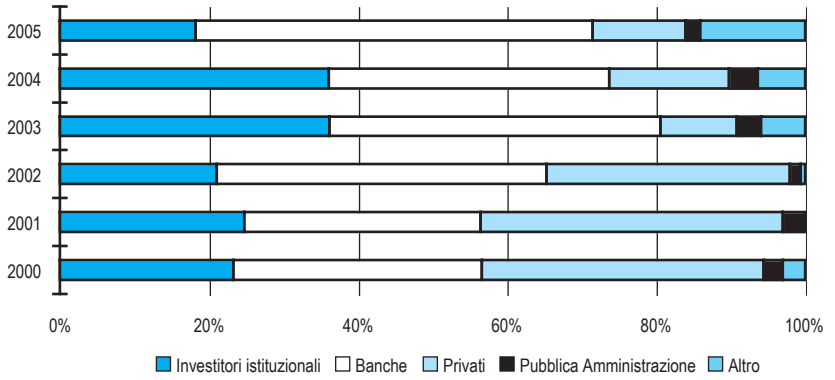
In Italia le banche hanno visto crescere il loro ruolo anche in questo segmento del mercato finanziario, dove peraltro cominciano ad essere presenti in misura significativa gli investitori istituzionali (in particolare i fondi di fondi). Rimane invece assolutamente marginale rispetto al contesto europeo il ruolo della Pubblica Amministrazione. Negli ultimi anni sono cresciuti significativamente i fondi attivati da istituzioni universitarie per attività di venture capital.

Grafico 3.4
RACCOLTA ANNUALE DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER CATEGORIE DI INVESTITORI PER INCIDENZA. 2000/2005
% sul totale



Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti

Grafico 3.5
RACCOLTA ANNUALE DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA PER CATEGORIE DI INVESTITORI PER INCIDENZA. 2000/2005
% sul totale



Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti

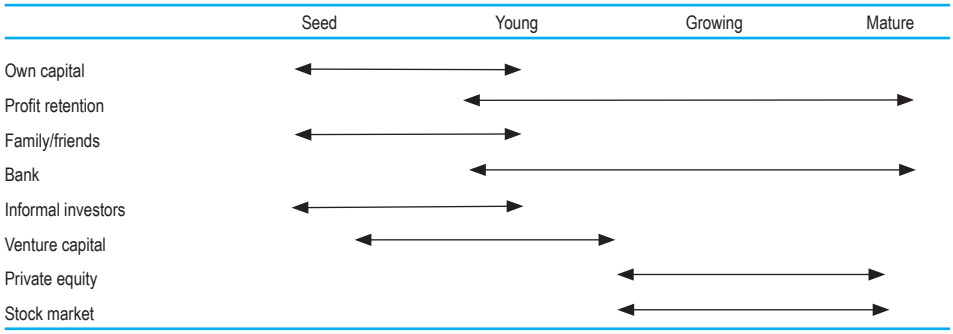
Nel contesto europeo si segnala, in termini differenziali rispetto al caso italiano, il ruolo degli investitori istituzionali in Francia e nel Regno Unito, dove la loro raccolta rappresenta circa il 50% dei fondi e in Spagna il contributo dei privati (private individuals e corporate investors), che nel 2005 hanno alimentato una raccolta di fondi quasi tre volte superiore a quella che questi attori hanno sviluppato in Italia.

- *Ciclo di vita dell'impresa e investimenti di private equity*

Il ciclo di vita dell'impresa determina una naturale segmentazione del ricorso alle diverse fonti di risorse finanziarie.

Identificando un modello semplificato del ciclo di vita dell'impresa, rappresentato dalle fasi di avvio, sviluppo/consolidamento, cambiamento dell'assetto proprietario e ristrutturazione finanziaria, possiamo individuare specifiche forme di supporto del fabbisogno finanziario da parte degli investitori professionali nel mercato del capitale di rischio (Gervasoni, 1996).

Figura 3.6
CICLO DI VITA DELL'IMPRESA E FONTI DI FINANZIAMENTO



Fonte: Ministry of Economic Affairs, Entrepreneurship and Small and Medium-Sized Businesses Department (2000), The Entrepreneurial Society. More opportunities and fewer obstacles for entrepreneurship, The Hague, Netherlands

Avvio dell'impresa. Il processo di *avvio dell'impresa* può essere articolato in tre distinte fasi di attività, cui corrispondono generalmente diverse forme di finanziamento.

Le risorse finanziarie necessarie al concepimento e alla prima fertilizzazione dell'idea imprenditoriale vengono identificate con il termine *"seed capital"*. In tale fase la nuova impresa è sostanzialmente un progetto che viene sottoposto ad una verifica di fattibilità tecnico-economica. L'intervallo temporale nel quale viene svolta questa valutazione è assai limitato. In genere la maggior parte del fabbisogno finanziario viene direttamente coperto dal soggetto o dal gruppo promotore dell'iniziativa, ma se questa viene giudicata meritevole è possibile orientare su essa anche risorse provenienti da istituzioni specializzate (fondi di seed capital), o da organismi pubblici, a livello locale, statale o comunitario. Il tasso di mortalità dei progetti in questa fase è molto elevato, generalmente nell'ordine del 70%, rappresentando quindi un investimento finanziario molto rischioso.

Nella fase di avvio delle attività operative, indicate con il termine *"start-up"*, oltre ai soggetti promotori sono in genere coinvolte nel finanziamento dell'impresa società di venture capital che contribuiscono con un volume di risorse finanziarie ancora modesto. L'erogazione dei fondi è accompagnata da un'offerta significativa in termini di supporto strategico ed operativo, spesso finalizzata ad aprire canali relazionali con il mondo finanziario e produttivo.

Il fabbisogno finanziario cresce, nella fase di lancio commerciale del prodotto/servizio della nuova impresa, soprattutto in termini di capitale circolante. In questa fase (*first stage financing*) il saldo del cash-flow gestionale è ancora negativo e gli investimenti necessari sono generalmente significativi. La progressiva diminuzione del grado di incertezza rispetto alle prospettive di mercato dell'iniziativa consente peraltro di cominciare ad attivare i tradizionali rapporti di affidamento con gli istituti di credito.

Alle attività sopra evidenziate, che corrispondono alla fase di *avvio* dell'impresa, sono dedicati gli investimenti di venture capital.

I *venture capitalist* indirizzano i loro finanziamenti soprattutto verso aziende che presentano *elevati e rapidi potenziali di crescita,* poiché questo requisito sembra essere la discriminante in grado di qualificare la riuscita dell'investimento.

I settori nei quali opera preferenzialmente il venture capital sono generalmente quelli ad elevato valore aggiunto. Tradizionalmente si riteneva che i settori nei

quali il venture capital potesse ottenere i risultati migliori fossero quelli ad elevata tecnologia (Aifi, 2000). Oggi l'elemento che condiziona la scelta del settore nel quale investire non è tanto il tipo di prodotto o di servizio offerto quanto le caratteristiche del mercato nel quale ci si inserisce. Questo deve essere infatti di adeguate dimensioni e con ampie possibilità di sviluppo.

La quota acquisita dal *venture capitalist* nella società partecipata è generalmente di minoranza, e raramente supera il 30%.

Va inoltre rilevato che l'intervento di un *venture capitalist* non si esaurisce mai in un'unica operazione di investimento. Prima della quotazione in borsa, ma talvolta anche in caso di cessione ad altre imprese, sono spesso necessari ulteriori interventi di finanziamento, chiamati con linguaggio tecnico *"financing round"* (Bygrave, Timmons, 1992).

Il segmento di mercato del venture capital ha visto una progressiva riduzione degli investimenti in Europa e in maniera ancora più accentuata in Italia. Nel 2005 il valore degli investimenti, per circa 2,5 miliardi di euro, ha rappresentato il 5%, per ammontare delle operazioni di private equity in Europa. In Italia tale valore è invece quantificabile nel 1,4%, evidenziando il ruolo marginale del mercato dei capitali nel destinare risorse all'avvio di nuove imprese. Questa volta in ambito europeo è da segnalare il caso della Germania, dove oltre l'11% degli investimenti di private equity è destinato alle nuove imprese.

Dal punto di vista del numero delle operazioni, gli investimenti di venture capital sono comparativamente meno penalizzati rispetto alle altre iniziative realizzate nel mercato del private equity. Esse rappresentano oltre il 30% delle operazioni di investimento in Europa e circa il 20% in Italia.

Sviluppo e consolidamento dell'impresa. Spesso gli investitori in capitale di rischio preferiscono finanziare le imprese nelle fasi successive del ciclo di vita aziendale quando le imprese manifestano necessità di capitali connesse al *consolidamento* e allo *sviluppo* dei progetti imprenditoriali. In questi casi il prodotto è ormai affermato, si confronta generalmente con una domanda in crescita e ciò richiede spesso investimenti per aumentare la capacità produttiva. Si tratta di un momento particolarmente importante della vita aziendale in quanto oltre al necessario adeguamento del sistema produttivo, occorre spesso riconfigurare la struttura organizzativa e conseguentemente rideterminare il fabbisogno finanziario necessario sia per finanziare lo sviluppo che per difendersi dalle reazioni attese dalla concorrenza. Per l'azienda questa fase comporta pertanto anche un importante salto dimensionale, organizzativo e manageriale oltre che finanziario.

Nel momento in cui *il percorso di crescita dell'impresa* supera determinate soglie dimensionali, diventa praticabile, per il reperimento di nuovi capitali, anche l'opzione della quotazione sul mercato azionario, con conseguente allargamento dell'assetto proprietario al pubblico dei risparmiatori e agli investitori istituzionali. Il complesso sistema di attività che precede il vero e proprio collocamento dei titoli richiede tempi tecnici relativamente lunghi, l'intervento di consulenti specializzati e la disponibilità di fondi adeguati a supportare le esigenze finanziarie che si presentano in tale intervallo temporale. Le forme di intervento attivate prendono in questo caso il nome di "*bridging finance*".

Sempre nell'ambito dei processi di sviluppo, ma relativamente a contesti di *crisi aziendale*, possiamo considerare le esigenze finanziarie delle imprese che sono impegnate in processi di risanamento (*turnaround financing*). Gli obiettivi di rilancio competitivo sono finalizzati in questi casi al superamento delle condizioni patologiche aziendali di natura reversibile (Vallini, 1984).

La gestione del rapporto con i creditori e la disponibilità dei mezzi necessari all'operatività corrente costituiscono spesso condizioni preliminari rispetto all'attuazione di nuove linee strategiche. Se in questa fase gli affidamenti bancari tendono a contrarsi a causa del crescente rischio percepito da parte degli istituti di credito, diventano invece indispensabili gli apporti di risorse finanziarie e manageriali, attivate grazie all'intervento di merchant bank e altri operatori specializzati. Con il loro intervento gli istituti di credito maggiormente esposti nei confronti dell'impresa vengono generalmente invitati a una rinegoziazione dei termini dei finanziamenti e a un coinvolgimento diretto, almeno parziale, nel piano di risanamento.

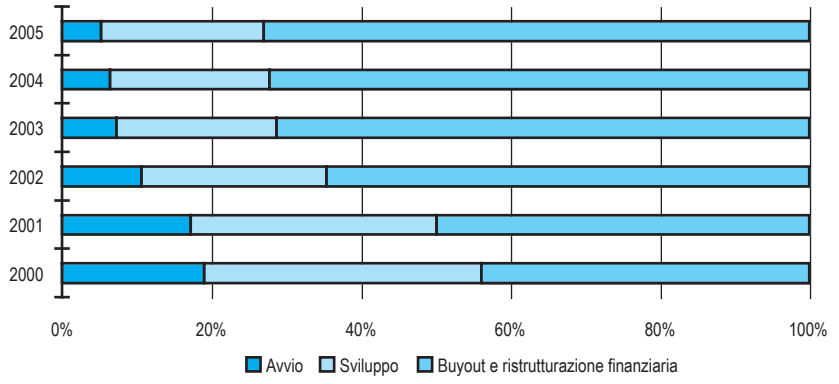
Complessivamente i capitali destinati alle operazioni di sviluppo sopra descritte hanno rappresentato una quota importante degli investimenti di private equity in Europa e in Italia. La fase di sviluppo rappresenta inoltre quella alla quale sono state dedicate il maggior numero delle operazioni. La disaggregazione del dato europeo per il 2005 evidenzia in particolare la capacità del private equity di sostenere i processi di crescita delle imprese in Spagna, dove la fase di sviluppo rappresenta quasi il 60% delle operazioni di private equity. Decisamente minore è stato l'impatto di questa tipologia di operazioni in Italia, dove i valori per ammontare e numero rappresentano circa la metà di quelli spagnoli.

Cambiamento dell'assetto proprietario e ristrutturazione finanziaria. L'ultima tipologia di investimento in private equity è rappresentata da operazioni di *buyout* (Paci, 1990) e di *ristrutturazione finanziaria*.

I processi di cambiamento degli assetti proprietari sopra identificati rappresentano, in misura crescente in Europa, il target principale, per gli operatori del settore, in termini di valore degli investimenti. Nel 2005 oltre il 73% dei capitali investiti in operazioni di private equity è stato destinato a queste operazioni (Graf. 3.7).

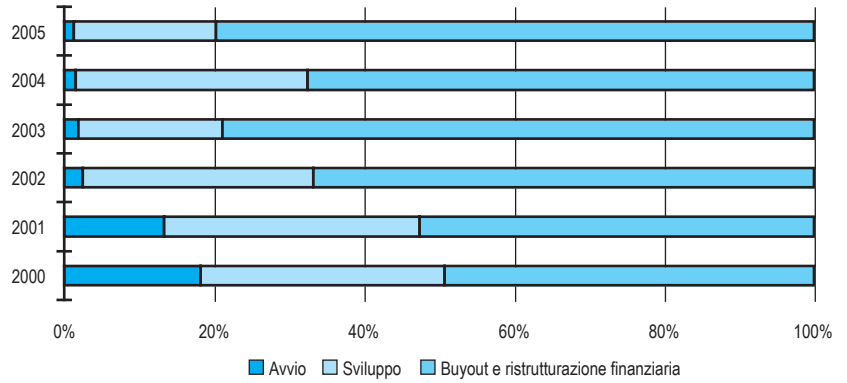
Anche in Italia i *buy out* e le ristrutturazioni finanziarie hanno attratto una parte significativa delle somme investite (quasi l'80%), rappresentando una delle quote maggiori in Europa per numero di operazioni (oltre il 30%).

Grafico 3.7
INVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO. 2000/2005
Per ammontare, incidenza % sul totale



Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti; Aifi (2006), Yearbook, e precedenti

Grafico 3.8
INVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA PER TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO. 2000/2005
Per ammontare, incidenza % sul totale



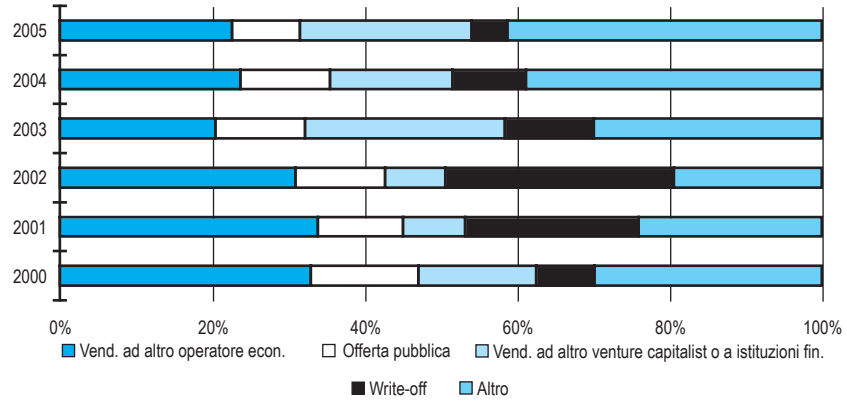
Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti; Aifi (2006), Yearbook, e precedenti

- *Le operazioni di disinvestimento del private equity*

Le forme di disinvestimento del private equity rappresentano una fase importante dell'attività in quanto la cessione, totale o parziale, della partecipazione detenuta consente all'investitore di verificare il raggiungimento dei propri obiettivi di creazione di valore. Le modalità attraverso le quali è possibile attuare il disinvestimento sono diverse.

In Europa si è assistito ad una progressiva riduzione della cessione di partecipazioni ad altro operatore economico, che pur continua a rappresentare una delle forme più diffuse di disinvestimento (Graf. 3.9). Sono invece cresciute le operazioni di collocamento della partecipazione ad altre istituzioni finanziarie e a fondi di venture capitalist e sono negli ultimi anni tornate a livelli accettabili le operazioni di *write off*[23].

Grafico 3.9
DISINVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER TIPOLOGIE DI OPERAZIONI. 2000/2005
Per ammontare, per incidenza % sul totale

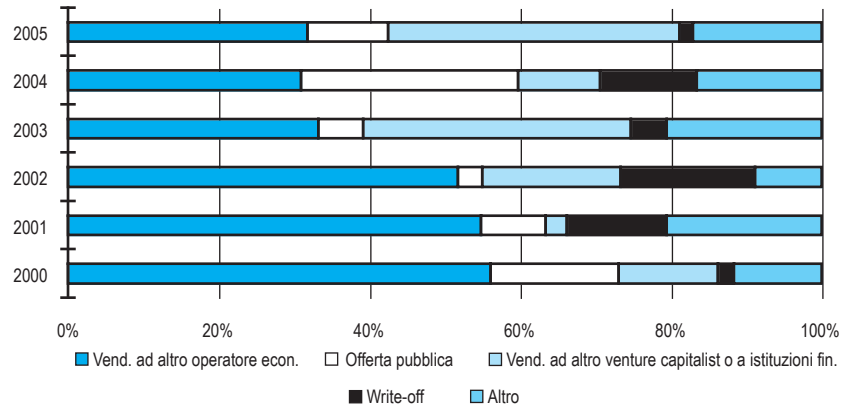


Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti; Aifi (2006), Yearbook, e precedenti

Da considerare inoltre la diffusione di modalità alternative di cessione delle partecipazioni spesso realizzate, soprattutto in Francia e in Spagna, attraverso operazioni di management *buy back*.

In Italia, la maggior parte dei disinvestimenti, sia per rilevanza di importi sia per numerosità delle operazioni, avviene tramite vendita ad un altro operatore economico (Graf. 3.10). Negli anni, il ricorso a questa forma di conclusione del processo di investimento è comunque diminuito, in coerenza con il dato europeo. Si segnala invece una significativa crescita delle offerte pubbliche di acquisto e della vendita delle partecipazioni ad altro operatore di private equity.

Grafico 3.10
DISINVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA PER TIPOLOGIE DI OPERAZIONI. 2000/2005
Per ammontare, per incidenza % sul totale



Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti; Aifi (2006), Yearbook, e precedenti

- *La diffusione del private equity in Italia*

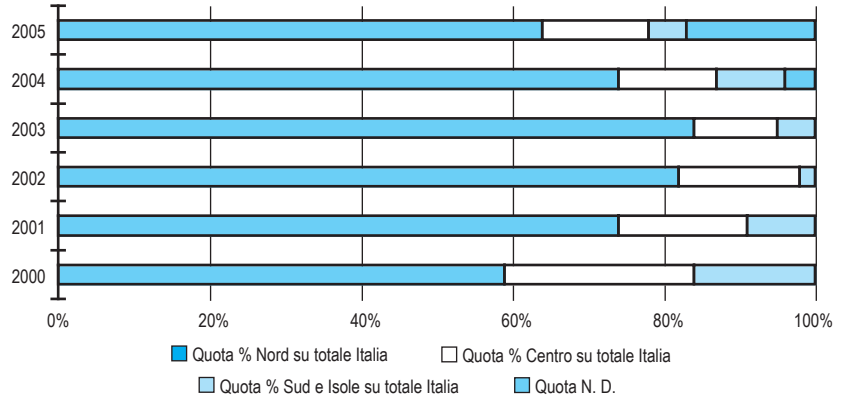
L'effettiva disponibilità di questi strumenti finanziari nel panorama nazionale risulta comunque ancora oggi carente, essendo concentrata nelle aree a maggiore sviluppo industriale del nord del Paese. Ciò ha limitato le opportunità di crescita delle piccole e medie imprese ed il rafforzamento e l'evoluzione di molti sistemi produttivi territoriali. In questi contesti è stata spesso modesta l'offerta di capitali disponibili per la ridefinizione degli assetti proprietari e la gestione dei processi di transizione e di successione imprenditoriale (*replacement capital financing*).

Dai grafici 3.11 e 3.12 emerge con chiarezza che, in termini di distribuzione per area geografica, gli investimenti si sono concentrati, sia per rilevanza di importi, sia per numerosità delle operazioni, nelle regioni a nord del Paese. La quota di risorse destinate alle imprese dell'Italia centrale e meridionale è ancora marginale e si è progressivamente ridotta.

Nel panorama del centro Italia in Toscana si è registrata una leggera crescita negli anni del numero delle operazioni (30 operazioni negli ultimi 2 anni considerati).

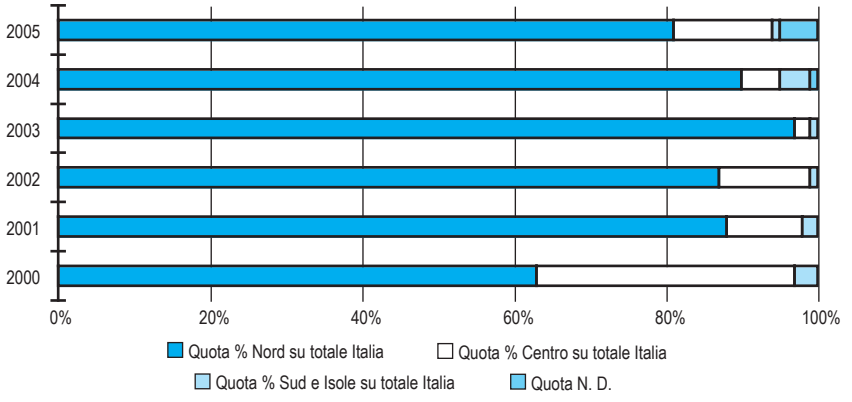
Per quanto riguarda le caratteristiche dimensionali delle società oggetto d'investimento, l'analisi ha confermato l'interesse degli investitori anche per le imprese di piccola e media dimensioni. Negli anni il numero di operazioni in aziende con meno di 20 addetti ha rappresentato tra il 25 e il 60% degli investimenti. Non sembra pertanto che, almeno in Italia, la dimensione aziendale abbia rappresentato una reale barriera alla diffusione delle operazioni di private equity.

Grafico 3.11
DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI INVESTIMENTI PER NUMERO. 2000/2005
% sul totale dell'anno



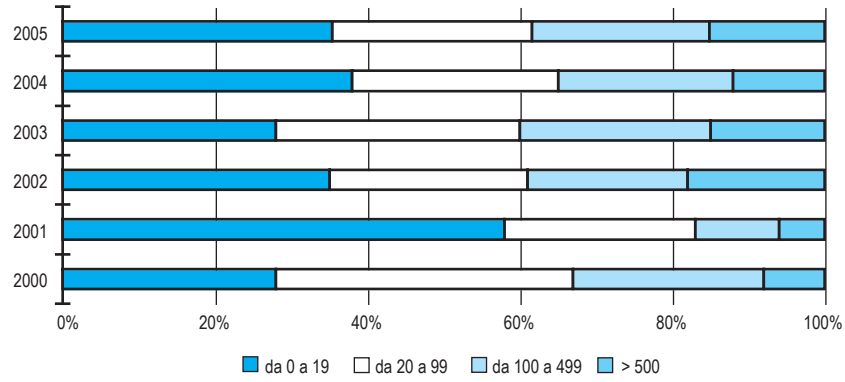
Fonte: Aifi (2006), Yearbook, e precedenti

Grafico 3.12
DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DEGLI INVESTIMENTI PER AMMONTARE. 2000/2005
% sul totale dell'anno



Note: Centro Italia: Toscana, Lazio, Marche e Umbria
Fonte: Aifi (2006), Yearbook, e precedenti

Grafico 3.13
DISTRIBUZIONE DEGLI INVESTIMENTI IN ITALIA PER NUMERO DI DIPENDENTI DELLE AZIENDE. 2000/2005
Per numero delle operazioni, per incidenza % sul totale



Fonte: Aifi (2006), Yearbook, e precedenti

3.2
Sistema finanziario e sviluppo economico nei sistemi locali

Nel nostro paese molte imprese si sono sviluppate all'interno di sistemi produttivi locali attraverso la creazione di reti che hanno permesso, grazie al ricorso ad economie esterne, di superare i vincoli dimensionali (Becattini, 1987; Brusco, 1994; Rullani, 2002).

Le condizioni necessarie per la realizzazione di questo modello produttivo sono rappresentate dalla natura del processo di produzione e da un ambiente economico e sociale caratterizzato da imprenditorialità limitata ma diffusa (Becattini, 1991).

Quando queste condizioni si realizzano, si crea un sistema economico fondato su efficaci meccanismi di relazione fra piccole imprese, che costituisce una valida alternativa allo sviluppo perseguito attraverso la crescita delle dimensioni aziendali e il ricorso ad economie di scala[24].

Il sistema locale sopra sommariamente descritto, spesso identificato nella letteratura economica come "distretto", non è solo un sistema economico. Esso è espressione di una rete di relazioni tra gruppi sociali, attori economici e istituzioni che concorrono a costruire l'identità di un territorio, caratterizzando gli stili di vita, il modo di pensare, la cultura, la qualità delle relazioni e dei legami sociali, i modelli di partecipazione alla vita collettiva di una comunità localizzata in un territorio.

In relazione alle originali modalità di condivisione delle informazioni e di sviluppo della conoscenza, i distretti possono essere considerati anche dei laboratori cognitivi (Becattini, 2000), poiché favoriscono l'accumulazione di esperienze produttive e di vita che danno origine a nuova conoscenza (Becattini, Rullani, 1993). Particolari forme di condivisione informale della conoscenza sono possibili nei sistemi economici locali grazie alle componenti culturali ed infrastrutturali del territorio (Signorini, 2000). Il contesto che ne deriva spiega una parte importante del successo economico di questo modello di organizzazione produttiva.

Questa interpretazione della natura delle relazioni presenti nei sistemi economici locali evidenzia alcune importanti leve competitive che hanno le loro radici al di

fuori della spiegazione economica. La scienza economica, infatti, generalmente orientata ad interpretare la radice del valore nella scarsità relativa dei fattori, tende ad attribuire ad una loro maggiore disponibilità le ragioni della competitività di un territorio o di una comunità. Viceversa, nella ricostruzione proposta dagli studiosi dei sistemi economici locali, la maggiore capacità di creazione del valore non risulterebbe fondato sui diritti di proprietà di risorse scarse, quanto piuttosto sulla capacità di condividere valori, conoscenze, relazioni.

Il sistema locale non è solo un tessuto di relazioni produttive e sociali, esso è anche un circuito di scambi finanziari, con processi di risparmio e investimento che concorrono a definire le potenzialità competitive di un sistema industriale territorialmente identificato.

Nel distretto esistono infatti meccanismi di condivisione dei rischi, che si realizzano attraverso la generazione di relazioni fiduciarie fra le imprese. Queste possono essere ulteriormente rafforzate da alcune forme di coordinamento messe in atto dalle istituzioni e da modelli di relazioni finanziarie capaci di incentivare la diffusione e la traduzione economica di nuove idee imprenditoriali (Provasi, 2002).

I caratteri appena citati, relativi alle dimensioni sociali e finanziarie delle relazioni presenti nei sistemi locali, evidenziano il ruolo rilevante di questi meccanismi nel condizionare le capacità di adattamento di un sistema di imprese ai cambiamenti dello scenario economico e tecnologico.

Tali adattamenti sono innanzitutto frutto di scelte e di comportamenti degli attori economici e le conseguenti trasformazioni degli assetti aziendali dipendono da come si integrano e si sviluppano le relazioni tra i soggetti interni ed esterni al sistema e da come tali relazioni orientano l'evoluzione dei sistemi economici locali.

In particolare, i territori e i sistemi produttivi cambiano perché la rete di imprese, attraverso i suoi protagonisti, riesce a rigenerarsi. La rigenerazione del tessuto imprenditoriale e produttivo avviene, in termini personali, attraverso processi di successione nella compagine proprietaria e nelle figure chiave del management; in termini organizzativi, attraverso la capacità delle imprese di percorrere un sentiero di crescita sul fronte delle competenze e/o delle relazioni che rappresentano gran parte del patrimonio intangibile dal quale emerge l'idea di sviluppo dell'impresa (Normann, 1977; Paci, 1990).

Numerosi ostacoli a realizzare il cambiamento possono essere rintracciati nelle caratteristiche delle imprese e soprattutto degli imprenditori che ne guidano le sorti economiche.

Gli elementi che maggiormente evidenziano l'insufficienza degli assetti di governo a concepire e a gestire in modo adeguato il cambiamento possono essere così riassunti:

- radicamento nei settori tradizionali e know-how imprenditoriale circoscritto;
- orizzonte temporale breve e spesso non sufficientemente ampio della progettualità strategica;
- dimensioni aziendali insufficienti per fare massa critica e generare cash flow adeguati a sostenere progetti d'investimento complessi (ad esempio di diversificazione aziendale).

Seguendo questa prospettiva la possibilità di sviluppo del sistema territoriale nel suo complesso è strettamente collegata alla sua capacità di promuovere processi di accumulazione e di combinazione di competenze e relazioni tra gli attori del sistema economico locale (Paci, 2002).

Il più intenso grado di cambiamento si realizza quando nel sistema si esprimono in misura adeguata processi di creazione di nuove imprese, affermazione di nuova

imprenditorialità, crescita per diversificazione delle imprese, localizzazione sul territorio di aziende che provengono dall'esterno al sistema locale.

I *nuovi imprenditori* e le *nuove imprese* rappresentano la chiave di lettura più significativa per interpretare il cambiamento di un sistema economico. All'interno di un sistema locale le possibilità che i processi di *start up in settori innovativi* superino la fase iniziale sono talvolta limitate, poiché spesso le risorse finanziarie ed i supporti infrastrutturali non sono idonei a promuovere il passaggio alla fase di sviluppo.

L'approdo nel sistema economico locale di attori ad esso esogeni può rappresentare una via particolarmente efficace per promuovere il cambiamento. La diffusione dei processi di globalizzazione determina ormai una vera e propria competizione tra territori. La possibilità del sistema locale di *accogliere soggetti esterni* è collegata all'attrattività del territorio stesso, espressa di solito in termini di disponibilità di risorse di natura socio-economica (capitale sociale) e infrastrutturale.

Lo sviluppo di un sistema territoriale è dunque prevalentemente condizionato dalla capacità dei vari attori economici, finanziari ed istituzionali locali di mobilitare e valorizzare le risorse del territorio. Tuttavia, in molti casi la capacità di attrarre competenze tecniche, professionali, imprenditoriali e capitali finanziari dall'esterno al sistema sono limitate.

La libera circolazione di persone, merci e strumenti finanziari tende ad addensare la disponibilità dei fattori produttivi nell'orbita dei sistemi economici più forti e strutturati, e a inserire nuove aree economiche nella rete di relazioni produttive e commerciali dei settori più tradizionali.

La capacità di un sistema locale di assumere una significativa identità territoriale, anche dal punto di vista economico e sociale, rappresenta pertanto un elemento strategico per il suo posizionamento nel circuito delle risorse economiche e finanziarie.

Le piccole dimensioni delle imprese e i limitati processi di accumulazione finanziaria che queste riescono a generare, determinano spesso condizioni insufficienti per intraprendere adeguati percorsi di sviluppo attraverso la *diversificazione*. A ciò si aggiunge un'insufficiente capacità di attrarre le risorse necessarie ai progetti di diversificazione che, considerata la radice settoriale delle conoscenze dell'impresa, sono in genere caratterizzati da un profilo di rischio non irrilevante.

Un ulteriore problema al cambiamento delle imprese è rappresentato dai nodi non risolti di molti processi di successione imprenditoriale che sembrano costituire un potenziale poco sfruttato di generazione di varietà imprenditoriale.

Alla luce del contesto sopra descritto, le istituzioni possono assumere un ruolo rilevante per il superamento dei diversi tipi di *vincoli al cambiamento nei sistemi locali*. In particolare, tali vincoli possono essere di *natura finanziaria*, di *natura culturale* e di *dotazione infrastrutturale*.

Ciascuno di questi tre vincoli tende rispettivamente a operare con particolare selettività, nei confronti dei diversi processi di sviluppo sopra ricordati.

Nonostante le difficoltà relative ai processi evolutivi sopra descritti, è possibile riconoscere, all'interno dei sistemi economici locali, nuovi percorsi di crescita che mirano a rinnovare il tessuto imprenditoriale e a ridefinire le strategie di sviluppo delle imprese italiane.

La presenza di nuclei di imprenditorialità innovativa all'interno dei sistemi territoriali ha sollecitato la disponibilità di strumenti di intervento finanziario più idonei a supportare la nascita e la crescita di attività imprenditoriali capaci di offrire un'occasione di diversificazione rispetto ai sentieri tradizionalmente percorsi dai sistemi economici locali.

In questo contesto di riorganizzazione dei sistemi economici locali, il cambiamento delle regole del gioco competitivo genera numerose situazioni di difficoltà e crisi per le imprese. La disponibilità di una leva finanziaria da utilizzare con finalità di politica industriale locale, potrebbe agevolare, la realizzazione di idonei processi di ristrutturazione aziendale.

Un compito urgente da assegnare alla politica industriale a livello locale potrebbe dunque essere quello di sperimentare interventi orientati a promuovere il superamento dei vincoli alla crescita e allo sviluppo delle imprese (innovazione) e dei sistemi economici locali (diversificazione) lungo nuove traiettorie evolutive.

Nel prossimo paragrafo si suggerisce un possibile terreno di impegno per le istituzioni e la comunità regionale in direzione dello sviluppo di strumenti finanziari innovativi nell'area del private equity a favore del sistema economico locale.

3.3
Fondi chiusi riservati e Business Angel per lo sviluppo di nuove imprese e nuovi imprenditori

Le piccole e medie imprese hanno spesso attribuito alla difficoltà di accesso a strumenti finanziari idonei a supportare lo sviluppo, la principale causa della loro incapacità di intraprendere processi di crescita. Per superare questi ostacoli, esse hanno spesso affidato alle banche locali, quali organismi radicati nel territorio[25], la soluzione dei problemi finanziari.

D'altra parte la concentrazione di imprese operanti nello stesso settore costituisce per le banche locali un fattore di rischio elevato[26]. La banca che si sviluppa all'interno di un sistema locale sopporta infatti generalmente una concentrazione degli affidamenti in una specifica area geografica e in un particolare settore produttivo. Questa ridotta possibilità di diversificazione tende ad ampliare gli effetti negativi di una eventuale crisi di settore sugli operatori dell'ambito territoriale di riferimento[27].

Resta da apprezzare se le banche locali siano state effettivamente e/o possano essere dei motori efficaci di sviluppo per i sistemi locali.

Gli intermediari finanziari specializzati nel private equity (fondi chiusi, società di venture capital) hanno dimostrato maggiori capacità di individuare, fra le imprese, quelle che hanno progetti innovativi e reali potenzialità di crescita, al fine di assisterle finanziariamente nello sviluppo dimensionale e organizzativo.

Ciò d'altra parte non esclude anche un intervento delle banche e del sistema finanziario locale. Esse possono svolgere un compito importante nel costruire il sistema di relazioni delle imprese radicate sul territorio (Alessandrini, 2001).

Le banche locali possono infatti riuscire a promuovere efficaci rapporti di collaborazione con intermediari specializzati, e orientare la propria capacità informativa e di valutazione verso una più funzionale selezione delle nuove imprese dotate di un adeguato potenziale di sviluppo.

Queste considerazioni sollecitano l'individuazione di strumenti finanziari in grado di mobilitare il risparmio locale e di sostenere quei processi che sono all'origine dell'evoluzione del sistema economico locale.

Al sistema finanziario è infatti assegnata la funzione di attivare relazioni in grado di superare le condizioni di debolezza relative alla chiusura del sistema territoriale e di consentire il rafforzamento dell'identità e del potenziale di crescita del sistema locale, attraverso un maggiore collegamento con i mercati globali.

Poiché la funzione finanziaria sembra rappresentare una delle più solide

frontiere dei vantaggi legati alla dimensione d'impresa, si vuole evocare un ruolo non marginale delle istituzioni nel promuovere l'innovazione nel sistema finanziario locale.

A tale scopo, si può immaginare un loro ruolo nell'ambito del mercato formale e informale del capitale di rischio promuovendo la nascita di fondi di investimento chiuso e lo sviluppo di relazioni con i business angel, attori che operano nel segmento del capitale di rischio informale finanziando solitamente imprese ad alto potenziale di sviluppo e rapidi tassi di crescita (Coveney, Moore, 1998).

I fondi chiusi rappresentano il principale strumento, a livello internazionale, con cui sono effettuati investimenti in capitale di rischio di società non quotate. Più precisamente i fondi chiusi sono definibili come investitori istituzionali che raccolgono risorse presso il pubblico ed altri operatori (banche, assicurazioni, fondi pensione) per impiegarle prevalentemente in imprese non quotate vincolandole al medio-lungo periodo[28].

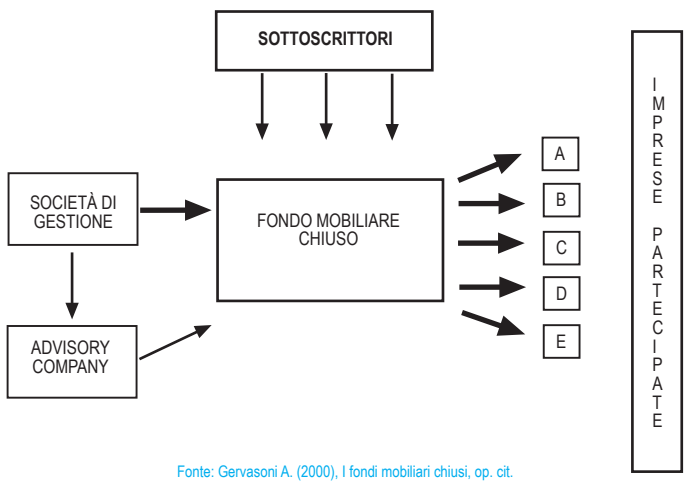
L'attività di intermediazione svolta da tali operatori rappresenta un "veicolo" sia per l'investimento collettivo del risparmio sia per la raccolta di ingenti risorse provenienti dal sistema creditizio e dalle imprese.

La struttura giuridica di un fondo mobiliare chiuso è generalmente riconducibile a quella di un patrimonio con personalità giuridica autonoma, affidato per le decisioni del processo di investimento-gestione-disinvestimento ad una società specializzata nell'investimento istituzionale nel capitale di rischio (società di gestione del risparmio o Sgr). Talvolta alcune funzioni del processo sono condivise con una o più *advisory company* (Gervasoni, 2000), ovvero società di consulenza che assistono la società di gestione del risparmio nel processo di raccolta e di disinvestimento dei fondi.

I *fondi chiusi* sono caratterizzati da un regolamento che vincola l'ammissione di nuovi sottoscrittori o partecipanti al fondo, una volta trascorsa la fase costitutiva, e che limita il diritto dei sottoscrittori a richiedere il riscatto delle quote prima della scadenza determinata[29].

Il meccanismo operativo di un fondo chiuso può essere rappresentato con la figura 3.14.

Figura 3.14
SCHEMA DI FUNZIONAMENTO DI UN FONDO D'INVESTIMENTO MOBILIARE CHIUSO



Fonte: Gervasoni A. (2000), I fondi mobiliari chiusi, op. cit.

La presenza di una predefinita scadenza del fondo costituisce un importante incentivo ad operare un'attenta pianificazione dell'attività di investimento nel tempo.

La durata di un fondo chiuso è mediamente di 10 anni[30]. All'interno di tale periodo si individuano due sottoperiodi, definiti rispettivamente "*investment period*" e "*disinvestment period*".

Alla scadenza del fondo la Società di gestione del risparmio provvede alla liquidazione delle rimanenti partecipazioni in portafoglio, ripartendo i guadagni ottenuti tra i sottoscrittori del fondo.

Generalmente, la società di gestione controlla più fondi contemporaneamente cercando di differenziare gli investimenti in modo da ripartirne i rischi connessi[31].

I fondi chiusi possono consentire la mobilitazione del risparmio di investitori qualificati[32] e rappresentano lo strumento idoneo per selezionare le imprese che intraprendono percorsi di crescita e per promuovere la creazione di nuove imprese innovative all'interno dei sistemi locali.

La regolamentazione dei fondi chiusi riservati[33], per i quali non è previsto l'obbligo di raccogliere le risorse finanziarie nel corso di un'unica procedura di sottoscrizione di quote patrimoniali e l'obbligo, per i partecipanti, di effettuare i versamenti in un'unica soluzione, sembra rendere questi strumenti particolarmente funzionali ad assolvere agli obiettivi di politica industriale indicati precedentemente indicati.

Anche in termini di politica degli investimenti, i fondi comuni di investimento chiusi riservati hanno maggiori gradi di libertà, rispetto agli altri, potendo investire in strumenti finanziari non quotati di uno stesso emittente più del 20% del patrimonio.

Per favorire lo sviluppo del Venture Capital, è stato disposto dall'organo di vigilanza[34] che la misura del capitale sociale necessario per la Sgr possa essere ridotto, in deroga a quanto previsto generalmente, alla somma indicata dal codice civile per la costituzione delle società per azioni.

La condizione richiesta per beneficiare di questa facilitazione è che i partecipanti al capitale della Sgr siano rappresentati da Università, centri di ricerca, enti pubblici territoriali, fondazioni bancarie e universitarie e consorzi partecipati da Università, enti pubblici territoriali e Camere di Commercio.

Il regolamento dei fondi chiusi deve in questo caso prevedere che il patrimonio venga investito esclusivamente in azioni o altri titoli rappresentativi del capitale di rischio di nuove imprese che operano nell'ambito di iniziative ad alto contenuto tecnologico.

L'intervento pubblico nel fondo chiuso potrebbe assumere i caratteri di un investimento a remunerazione differita[35], sopportando una parte significativa dei rischi del sistema finanziario locale. Le giustificazioni di tale intervento di sostegno alle nuove imprese potrebbero essere rintracciate nei frequenti fallimenti del mercato, relativi alla selezione degli investimenti nelle nuove iniziative imprenditoriali (Paci, 1996, op. cit.).

Una funzione importante del fondo di investimento mobiliare chiuso può essere quella di coinvolgere alcuni imprenditori che hanno gestito con successo imprese nei settori manifatturieri tradizionali.

La condivisione delle responsabilità decisionali in una nuova impresa innovativa può infatti costituire un efficace approccio alla diversificazione. L'esperienza nell'assetto di governo della società partecipata dal fondo potrebbe consentire loro di valutare direttamente l'opportunità di collaborare al nuovo progetto imprenditoriale. L'eventuale decisione di aumentare la partecipazione

al capitale della società potrebbe permettere il successivo disinvestimento del fondo, offrendo così una way out alle banche e alle altre istituzioni finanziarie.

Negli ultimi anni si registra una crescente presenza di investitori non formali (business angel) che dispongono di significativi mezzi finanziari, propensione al rischio, esperienza gestionale, reputazione e relazioni commerciali e che sono disposti ad investire nel capitale di rischio di piccole e medie aziende nelle fasi di avvio e di primo sviluppo (Mustilli, Sorrentino, 2003).

Le fasi di ricerca e selezione delle imprese costituiscono i momenti salienti dell'attività dei business angel e sono essenzialmente orientati a valutare due parametri chiave: le prospettive di sviluppo dell'impresa e le caratteristiche del management (Harrison, Mason, 1996).

La tendenza dei business angel a investire in aree vicine alla propria residenza nell'ottica di una riduzione dei costi informativi e di gestione delle relazioni aumenta il contributo che gli stessi possono offrire allo sviluppo locale (Aifi, 2001)

Queste considerazioni ci consentono di individuare gli attori che operano nel mercato formale e informale del capitale di rischio tra i soggetti che le istituzioni potrebbero integrare nelle politiche di promozione del cambiamento del sistema economico locale (Shapero, 1983).

A queste iniziative è affidato il compito di offrire strumenti finanziari capaci di fornire le risorse per la crescita delle imprese e delle aree territoriali, al fine di consentire lo sviluppo di processi di apprendimento di nuove esperienze finalizzate a generare la varietà necessaria all'evoluzione del sistema locale.

NOTE

[22] I paesi europei oggetto di analisi sono: Gran Bretagna, Francia, Germania, Spagna, Olanda, Svezia, Danimarca, Norvegia, Belgio, Svizzera, Finlandia, Portogallo, Austria, Polonia, Ungheria, Irlanda, Grecia, Repubblica Slovacca.
[23] Con questo termine si indica la riduzione o l'annullamento del valore delle partecipazioni in seguito a processi di liquidazione aziendale o a procedure di natura concorsuale.
[24] Si determina così, in un territorio, "uno strano contesto, dove le singole imprese contano ben poco, ma dove per sinergia complessiva prende vita un sistema che ha una sua forza, confermata sul campo" (Lorenzoni, 1979, p. 80).
[25] "In una economia chiusa ci sono buone ragioni per credere che lo sviluppo del sistema finanziario locale possa essere una condizione per lo sviluppo del sistema produttivo, in una piccola economia aperta inserita in un'area monetaria unificata questo legame logico tra i due fenomeni si affievolisce notevolmente. Vi sono scambi finanziari per i quali l'informazione è altamente localizzata e difficilmente comunicabile, per cui le relazioni tra datori e prenditori di fondi non possono che avvenire localmente. L'esistenza di istituzioni finanziarie locali è perciò un elemento indispensabile per superare l'isolamento di quegli operatori per i quali i costi di informazione e i costi di transazione sono troppo elevati per consentire l'accesso ai centri finanziari" (Alessandrini, Zazzaro, 2001, p. 78).
[26] "Le caratteristiche delle banche locali che operano nei distretti, in termini di redditività e rischiosità, non differiscono significativamente da quelle delle altre banche, tranne per il rapporto sofferenze/impieghi, che è leggermente più elevato per le banche che hanno almeno 2/3 degli impieghi nei distretti" (Pagano, 2000, op. cit., p. 163).
[27] "All'interno di un'economia così omogenea, la banca locale rischia di essere un fattore di amplificazione delle crisi dell'economia distrettuale piuttosto che un elemento di stabilizzazione. Ciò può spingere le imprese del distretto a evitare di instaurare una relazione esclusiva con una banca: a questa può risultare preferibile una relazione esclusiva con una grande banca nazionale oppure una politica di frazionamento del credito tra più banche" (Pagano, 2000, op. cit., p. 160).
[28] I fondi di investimento mobiliare chiusi, come quelli aperti, sono chiamati investitori istituzionali in quanto svolgono l'attività di intermediari finanziari investendo professionalmente le risorse finanziarie a loro affidate nel mercato finanziario (Gervasoni, a cura di, 1999).
[29] Cfr. Testo Unico della Finanza (D. Lgs n. 58/1998, art. 1, comma 1, lettera 1).
[30] Un arco temporale d'investimento ampio è condizione basilare per sostenere lo sviluppo di un'impresa che, in relazione ad alcuni settori produttivi, può richiedere vari anni prima di essere capace di generare risultati economici positivi.
[31] Con riferimento alla struttura del fondo, è importante sottolineare la natura del rapporto fra società di gestione, fondo e partecipanti. La società di gestione ha azionisti propri ed un patrimonio distinto da quello del fondo che ha il mandato di gestire in modo trasparente e professionale. Per tale attività riceve una commissione annuale *(commission fee)* che varia generalmente a seconda delle caratteristiche del fondo. Inoltre la società di gestione ha diritto a una quota di proventi derivanti dall'attività (*carried interests*) che solitamente si aggira intorno al 20% dei capital gains realizzati sugli investimenti (Gervasoni, Sattin, 2000, op. cit.).
[32] Tra questi si ricordano le banche, le società di gestione del risparmio (Sgr), le società di investimento a capitale variabile (Sicav), i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie regionali, le fondazioni bancarie, le università.
[33] Art. 12 del D. M. n. 228/1999.
[34] Provvedimento della Banca d'Italia del 18 Luglio 2001.
[35] Si veda l'esperienza del mercato israeliano del capitale di rischio. Aifi, 2001 p. 123 e segg.

4.
INNOVAZIONE FINANZIARIA E CAMBIAMENTO ECONOMICO: ALCUNI BENCHMARK TERRITORIALI

4.1
Il ruolo delle finanziarie regionali nelle politiche locali di innovazione finanziaria

Nell'ambito delle iniziative di politica industriale, finalizzate alla crescita dei sistemi economici locali, alcune regioni hanno creato *finanziarie di sviluppo regionale,* ovvero società per azioni da loro partecipate, costituite con lo scopo di incentivare la competitività delle imprese, attraverso la predisposizione di strumenti finanziari capaci di aiutare le aziende del territorio ad affrontare i problemi di accesso al credito e di crescita dimensionale.

La loro funzione doveva essere quella di contribuire allo sviluppo aziendale in particolari fasi del ciclo di vita delle imprese e in determinati settori nei quali il trasferimento tecnologico può avere ricadute più rilevanti, fornendo risorse finanziarie e conoscenze manageriali.

Di seguito riteniamo interessante illustrare alcune esperienze che a livello nazionale si sono particolarmente distinte per l'attività di investimento e di supporto al cambiamento economico del tessuto imprenditoriale regionale.

Finlombarda, la società finanziaria, nata per iniziativa della Regione Lombardia e di alcuni istituti di credito, costituisce una delle esperienze più significative in Italia. Grazie alla sua dinamicità e capacità di relazione con un ambiente imprenditoriale ricco ed evoluto, Finlombarda rappresenta un operatore di primo piano nel panorama italiano, con un importante *track record* di interventi di successo.

Tra gli strumenti più innovativi che utilizza per il finanziamento dello sviluppo imprenditoriale i principali sono riferibili ai tradizionali interventi di private equity e venture capital: Fondi di Fondi, Fondi di Co-investimento, Fondi di Mezzanine Debt[36].

Per effettuare l'attività di promozione e gestione di organismi di investimento collettivo del risparmio, italiani ed esteri, e per gestire le partecipazioni in altre imprese, è stata costituita Finlombarda Gestioni Sgr S.p.A[37]. L'obiettivo della società è quello di sostenere la creazione e lo sviluppo del mercato del venture capital in Lombardia attraverso investimenti in aziende che si distinguono per l'attività di ricerca e di innovazione tecnologica.

Alcuni dei progetti più recenti di Finlombarda Sgr sono il fondo di fondi Next e il fondo Euromed.

Next è un fondo di fondi di venture capital pubblico-privato[38], finalizzato alla promozione di imprese in start up ad alto potenziale di crescita. Sottoscritto da investitori istituzionali, tra i quali Banca Intesa, BNL e UniCredit e gestito da Finlombarda Sgr, nel settembre 2004 il fondo ha raggiunto al first closing una quota di 37 milioni di euro. Next effettua, per importi non inferiori al 50% dell'ammontare sottoscritto, investimenti in altri fondi mobiliari chiusi di venture capital e per la restante parte co-investimenti, in presenza di altri operatori qualificati, direttamente

nel capitale delle piccole e medie imprese innovative in fase di early stage. Per agevolare la diffusione di questo strumento la regione Lombardia ha offerto una garanzia di 20 milioni di Euro a copertura di un terzo delle eventuali perdite in conto capitale sopportate dagli investitori a fine periodo[39].

Dopo un primo investimento in Principia Fund, un fondo di venture capital di 15,5 milioni di euro che fa capo ad alcuni centri di ricerca, finalizzato al sostegno di start-up che operano nei settori tecnologici, il fondo di fondi Next nel 2006 ha realizzato un investimento di 1,5 milioni di euro in Dialectica, uno spin-off del dipartimento di scienze farmacologiche dell'Università di Milano. Si tratta di un'operazione effettuata in collaborazione con State Street Global Investiments Sgr e Quantica Sgr, che ha come scopo il finanziamento di una nuova impresa che opera nel settore farmaceutico e che produce modelli cellulari neuronali per lo sviluppo di nuovi farmaci diretti alla cura e al trattamento di patologie neurodegenerative.

Euromed è invece un fondo comune di investimento mobiliare chiuso promosso da Promos, l'azienda speciale della Camera di Commercio di Milano e gestito da Finlombarda Gestioni Sgr. Nel 2006 il committment è stato di 50 milioni di euro, sottoscritti da investitori istituzionali tra i quali la Banca europea per gli investimenti (BEI), Banca Intesa, Sanpaolo Imi, UniCredit e la Regione Lombardia.

Il fondo prevede di effettuare quattro o cinque investimenti all'anno in joint-venture tra società italiane e società localizzate nell'area del Mediterraneo (Algeria, Egitto, Marocco e Tunisia), assumendo quote di minoranza nel capitale di rischio delle imprese o partecipando a gare di privatizzazione. L'obiettivo non è solo quello di facilitare i processi di internazionalizzazione delle piccole e medie imprese italiane, fornendo loro risorse finanziarie e servizi logistici per le fasi di avviamento, ma è anche quello di favorire la nascita di relazioni stabili tra aziende di diverse nazionalità e creare reti di conoscenza tra i Paesi.

Anche in altre regioni italiane sono stati realizzati interventi di politica regionale con obiettivi sostanzialmente simili, ma facendo ricorso a strumenti con forme e caratteristiche diverse.

Nel 1975, la Regione Toscana e alcune banche locali hanno costituito Fidi Toscana, la società finanziaria creata con lo scopo di sostenere lo sviluppo delle imprese toscane non quotate nei mercati regolamentati.

L'attività di Fidi Toscana comprende la concessione di crediti e di garanzie su crediti, la gestione dei contributi relativi alle politiche regionali di sviluppo della competitività e l'attività di consulenza e di investimento di capitali[40].

L'intervento di questa finanziaria di sviluppo regionale avviene a seguito dell'approvazione di un *business plan* che la società presenta al momento della domanda e si esplica principalmente nell'assunzione di partecipazioni nel capitale di rischio delle imprese target o nell'acquisto di obbligazioni, senza la richiesta di garanzie. L'orizzonte temporale di sviluppo della partecipazione o del prestito obbligazionario è di durata non superiore a 5 anni dal completamento del programma d'attività[41].

Tra le iniziative promosse negli ultimi anni, nel 2004 è stato creato il fondo *Toscana Venture*, gestito da Sviluppo Imprese Centro Italia (SICI SpA)[42]. Si tratta di un fondo comune di investimento mobiliare chiuso**,** di ammontare pari a 50 milioni di euro interamente sottoscritto da investitori istituzionali e da istituti bancari[43].

I beneficiari delle operazioni del fondo sono imprese di piccole e medie

dimensioni, operanti in Toscana, costituite in forma di società di capitali, che presentano una buona solidità patrimoniale, un'adeguata redditività prospettica, un buon potenziale di crescita e un fatturato superiore a 5 milioni di euro. Sono invece escluse operazioni di risanamento di imprese in crisi.

L'attività del fondo consiste nell'acquisizione di quote di minoranza[44] nel capitale di rischio di imprese in start up o in fase di sviluppo. Lo smobilizzo della partecipazione è generalmente previsto in un arco di quattro - sei anni, in accordo con gli altri soci dell'impresa partecipata e può essere effettuato tramite quotazione oppure cessione ad altri operatori del settore. Gli investimenti effettuati da Toscana Venture sono otto, per un totale di 18 milioni di euro. I settori di appartenenza delle imprese partecipate sono eterogenei e comprendono i servizi postali, il turismo termale, la microelettronica e l'impiantistica ospedaliera.

Una delle realtà più attive nel panorama delle finanziarie regionali è rappresentata da Friulia S.p.A., costituita nel 1967 dalla Regione Friulia Venezia Giulia.

Attraverso l'assunzione di partecipazioni nel capitale di rischio delle imprese, l'erogazione di finanziamenti e l'offerta di servizi di consulenza e di assistenza tecnica, la società agisce sia come finanziaria di investimento per la creazione e la crescita delle imprese, sia come agenzia per la promozione e lo sviluppo economico del territorio.

L'attività di Friulia consiste nell'acquisizione di partecipazioni temporanee di minoranza in società per azioni ed a responsabilità limitata, già costituite o da costituire, con sede operativa nel territorio regionale. Le forme tecniche dell'intervento variano a seconda delle esigenze delle singole imprese e le modalità di ingresso nel capitale e di smobilizzo vengono concordate con l'imprenditore sulla base di un piano di sviluppo.

Sempre nell'ambito della promozione del sistema economico locale, ma utilizzando strumenti finanziari diversi dai fondi di private equity, si collocano le esperienze della Liguria e dell'Emilia Romagna.

La Regione Liguria ha costituito Fi.l.s.e. S.p.A.[45], un organismo regionale che opera direttamente ed indirettamente tramite società partecipate, svolgendo attività di sviluppo economico del territorio.

Filse eroga finanziamenti alle imprese, attraverso la gestione diretta di agevolazioni previste dalla normativa comunitaria, nazionale e regionale e da consorzi specializzati. Inoltre svolge attività per il coordinamento di progetti relativi alla promozione dell'innovazione tecnologica e allo sviluppo dei distretti industriali. In particolare, Filse attraverso la società partecipata Ligurcapital, realizza interventi per il consolidamento patrimoniale delle imprese, assumendo partecipazioni temporanee di minoranza nel capitale sociale delle target.

In Emilia Romagna la Regione ha costituito Ervet[46], con l'obiettivo di offrire servizi innovativi alle imprese del territorio.

La struttura operativa è rappresentata da una holding capogruppo Ervet e da una rete di centri di servizio che operano nel settore del tessile-abbigliamento, delle calzature, della meccanica, della ceramica e dell'edilizia, i quali forniscono informazioni di carattere tecnico-scientifico e servizi di innovazione tecnologica e telematica. Ervet, in collaborazione con le associazioni imprenditoriali dell'Emilia-Romagna, si pone anche come interlocutore delle amministrazioni locali nella definizione delle politiche industriali di sviluppo del territorio.

4.2
Banche e sviluppo locale: alcune esperienze innovative

- *I bond di distretto: l'esperienza di UniCredit Banca e di Monte dei Paschi di Siena*

Il perdurare di vincoli dimensionali all'evoluzione della realtà imprenditoriale e finanziaria italiana e la crisi di competitività dei sistemi economici locali ha spinto alcuni dei principali gruppi bancari nazionali a creare strumenti innovativi per il finanziamento delle imprese di piccole dimensioni, agglomerate in distretti indutriali.

In particolare, UniCredit ha creato i *bond di distretto*, uno strumento di finanza innovativa, destinato ad un insieme di aziende appartenenti ad un sistema economico locale. Si tratta di un'operazione di cartolarizzazione di un portafoglio di crediti di piccole e medie imprese italiane appartenenti ai *clusters* del Nord Est e del Nord Ovest[47]. La cartolarizzazione avviene tramite una banca che eroga un finanziamento agli attori economici del distretto industriale, a fronte di garanzie concesse generalmente da un consorzio di garanzia fidi. I crediti vengono ceduti pro-soluto ad una «società veicolo», la quale, dopo aver emesso obbligazioni (bond), ne cura il collocamento sul mercato. La concessione della garanzia da parte dei Consorzi di garanzia fidi[48] richiede un'esplicita valutazione del rating di distretto al fine di apprezzare il grado di rischio dell'operazione.

Nell'iniziativa di UniCredit il Consorzio Eurofidi, ha svolto un'importante attività di valutazione del "rating di distretto" utilizzando una scala da 1 (sicurezza elevata) a 9 (rischio elevato).

In particolare, il Consorzio ha realizzato due programmi per il finanziamento delle imprese presenti nei sistemi economici locali del Piemonte, della Liguria e della Lombardia (Tab. 4.1).

Tabella 4.1
CARATTERISTICHE DEI PROGRAMMI DI FINANZIAMENTO UNICREDIT

	I programma	II programma
Fondi iniziali stanziati	Minimo 200 Mln di €	300 Mln di €
Garanzia sui finanziamenti	100% Eurofidi	100% Eurofidi
Target territoriale	Distretti di Piemonte, Liguria, Lombardia	Distretti di Piemonte, Liguria, Lombardia
Numero di imprese finanziate	1.342	735
Finanziamento finale erogato	507 Mln di €	302 Mln di €

Fonte: nostra elaborazione

Per il primo programma la raccolta dei capitali è iniziata a novembre 2003 e si è conclusa a marzo 2004. L'obiettivo iniziale prevedeva il raggiungimento di un importo minimo di 200 milioni di euro necessari per la cartolarizzazione. Il risultato finale conseguito di 507 milioni di euro di credito erogato ha sottolineato il successo di questa iniziativa, che ha permesso di finanziare 1.342 imprese appartenenti a diversi settori produttivi. Grazie alla disponibilità di risorse le imprese hanno potuto realizzare i programmi di investimento per la costruzione di impianti, introdurre innovazioni tecnologiche e formare personale[49].

Nell'estate 2004 i 507 milioni di euro di crediti raccolti sono stati ceduti pro-soluto ad una società veicolo, costituita appositamente per questa operazione (PMI France srl) che ha finanziato l'acquisto, attraverso l'emissione sul mercato di bond di distretto. Si è trattato di un'operazione innovativa[50], che ha permesso alle aziende del Nord Ovest di accedere al credito a costi minori rispetto a quelli

di mercato e senza le complessità tipiche delle emissioni di corporate bond.

In seguito ai risultati ottenuti dall'attuazione del primo programma di bond di distretto, a luglio 2004 è partita il secondo programma di finanziamenti destinato alle aziende delle stesse regioni, con un budget di 300 milioni di euro. L'operazione ha interessato 735 piccole e medie imprese associate a Eurofidi. Le obbligazioni relative alla cartolarizzazione dei crediti a medio termine hanno ottenuto dalle agenzie di rating una valutazione molto alta, a dimostrazione della capacità di UniCredit Banca d'Impresa e UniCredit Banca di selezionare un portafoglio di società in grado di generare redditi significativi.

Il dato più rilevante di questa seconda tranche è rappresentato dall'interesse degli operatori esteri, che hanno acquistato circa l'87% dei titoli[51]. Le società coinvolte hanno così potuto accedere per la prima volta al mercato internazionale dei capitali.

Questa iniziativa ha consentito alle piccole e medie imprese di superare i vincoli che rendevano difficile l'utilizzo di strumenti finanziari sofisticati, ostacolando l'implementazione di progetti di ricerca e sviluppo o di internazionalizzazione[52].

A fronte dei risultati ottenuti con questi strumenti di finanza innovativa nel 2005 anche la Toscana è stata oggetto di progetti relativi a "bond di distretto".

La banca Monte dei Paschi di Siena e la Banca Toscana, attraverso l'emissione di titoli obbligazionari di una società veicolo, hanno concesso un finanziamento di 250 milioni di euro alle piccole e medie imprese del territorio toscano, caratterizzate da potenzialità di crescita ma da risorse finanziarie insufficienti (Tab. 4.2).

Tabella 4.2
CARATTERISTICHE DEI PROGRAMMI DI FINANZIAMENTO MPS

	Programma
Fondi iniziali stanziati	250 mln €
Garanzia sui finanziamenti	80% Fidi Toscana
Target territoriale	Distretti della Toscana
Numero di imprese finanziate	801
Finanziamento finale erogato	214 mln €

Fonte: nostra elaborazione

La valutazione per la concessione del prestito, effettuata da Fidi Toscana, è subordinata alla presentazione di un progetto di investimento finalizzato a sviluppare le attività di ricerca e innovazione, di crescita e internazionalizzazione.

Per facilitare la partecipazione delle piccole e medie imprese all'operazione dei bond di distretto, la Regione Toscana ha costituito un fondo di garanzia di 12,5 milioni di euro. Il fondo ha lo scopo di agevolare il processo di rimborso del prestito[53] da parte delle imprese, permettendo di fissare un tasso di interesse relativamente basso.

Dal luglio 2005 a marzo 2006 le richieste di finanziamento sono state 2.372, di cui 932 sono state oggetto di istruttoria. Il 33,78% dei progetti esaminati hanno avuto parere positivo (Tab. 4.3).

Attraverso questi strumenti, il distretto ha beneficiato di un sistema di finanziamento più funzionale per le piccole imprese presenti nel territorio toscano.

I bond di distretto possono essere utili anche in vista dei probabili effetti di Basilea II, in quanto permettono alle imprese e alle banche di aprirsi al mercato dei capitali e di raggiungere assetti patrimoniali più efficienti (Nicastro, Mucci, Revoltella, 2004).

Tabella 4.3
ADESIONE AI BOND DI DISTRETTO DEL GRUPPO MPS

	Numero progetti	%
Totale richiesta con istruttoria	932	39,41
di cui:		
Richieste accolte	801	33,78
Richieste respinte	1	0,04
Richieste non accolte	130	5,48
Totale richieste non ammesse all'struttoria	1.440	60,69
TOTALE RICHIESTE PERVENUTE	**2.372**	**100,00**

Fonte: nostra elaborazione

- *Il credito per l'innovazione: Banca Intesa e il programma IntesaNova*

In un contesto competitivo caratterizzato da continui cambiamenti, l'innovazione tecnologica rappresenta per le imprese uno strumento importante per cogliere nuove opportunità di crescita. Non sempre le aziende high tech dispongono di risorse finanziarie sufficienti ad implementare i propri progetti. Con la creazione di IntesaNova, Banca Intesa ha cercato di stimolare le attività delle società che innovano, offrendo loro credito a condizioni migliori rispetto al mercato.

In particolare, Banca Intesa si è dotata, tra gli strumenti di valutazione, dell'esperienza delle università italiane non solo per svolgere attività di ricerca e selezione delle imprese più innovative, ma anche per realizzare il trasferimento delle innovazioni dal mondo accademico a quello imprenditoriale. Uno dei risultati fondamentali dell'iniziativa è stato quello di permettere alle società partecipanti, coordinate dalla fondazione Politecnico di Milano, di accedere alle più avanzate strutture di ricerca e di sviluppo tecnologico attive in Italia[54].

Gli scopi del programma sono stati:

1. il finanziamento di progetti attraverso una specifica linea di credito, caratterizzata da condizioni favorevoli e assenza di garanzie reali;
2. la valorizzazione del profilo innovativo dell'impresa;
3. il finanziamento di servizi di supporto all'innovazione offerti dalle università partner del progetto.

IntesaNova si presenta quindi come un programma di finanziamento per piccole e medie imprese con fatturato compreso tra i 2,5 e i 5 milioni di euro, interessate a nuove soluzioni ICT e allo sviluppo di progetti innovativi di prodotto e di processo.

I settori di riferimento sono quelli della meccanica, delle tecnologie dell'informazione, dell'elettronica e dell'alimentare.

I servizi offerti riguardano l'Information and Communication Technology e si dividono in "Tecnologie Abilitanti" e "Tecnologie di processo e di prodotto". Il servizio relativo alle tecnologie abilitanti è finalizzato a valutare il grado di maturità della struttura ICT aziendale e le caratteristiche del progetto, proponendo, qualora necessario, una consulenza tecnologica di supporto per la loro implementazione. La seconda tipologia di servizi ha l'obiettivo di finanziare progetti di innovazione di prodotto e di processo di imprese appartenenti a specifici settori. Anche in questo caso la partecipazione all'iniziativa è condizionata dal giudizio che deriva da un assessment del livello tecnologico dell'impresa e del relativo posizionamento, da una valutazione del progetto e della congruità dei costi di realizzazione. Inoltre, è previsto che le aziende possano accedere ai dipartimenti e ai laboratori delle università per studiare le eventuali criticità legate al programma.

IntesaNova ha finanziato più di 230 progetti in ambito ICT. Le risorse disponibili sono state mediamente impiegate in operazioni di modesta entità, dato

che, tra le iniziative, 40 hanno richiesto un intervento inferiore a 50 mila euro e 80 sono comprese fra 50 e 100 mila euro.

- *Il capitale di rischio per lo sviluppo delle imprese di piccole dimensioni: il fondo Centro Impresa di Sanpaolo Imi*

Per facilitare lo sviluppo aziendale delle piccole e medie imprese presenti nel territorio italiano è stato creato il fondo Centro Impresa. Si tratta di un fondo chiuso dedicato a investimenti in Emilia Romagna, Toscana, Lazio, Umbria e Marche, gestito da Sanpaolo IMI Fondi Chiusi Sgr e sponsorizzato da Sanpaolo IMI Private Equity, la società del Gruppo Sanpaolo Imi con sede a Bologna a cui fanno capo le società operanti nel private equity.

Il fondo Centro Impresa si inserisce nel modello di business perseguito dal Gruppo Sanpaolo Imi, che prevede la costituzione di una serie di fondi chiusi generalisti[55] con specializzazione multi-regionale, guidati da un team con una conoscenza significativa del territorio.

Al first closing[56], il fondo Centro Impresa ha raggiunto 75 milioni di euro, coinvolgendo operatori locali, fondazioni e imprenditori delle regioni in cui opera[57]. L'attività del fondo consiste nell'acquisizione di quote di minoranza del capitale di rischio di piccole e medie imprese in fase di sviluppo o di ristrutturazione finanziaria[58].

La strategia di investimento che Sanpaolo IMI Private Equity ha deciso di utilizzare si basa su un approccio «industriale» di assistenza e sostegno continuo alle imprese target. Tale attività prevede il supporto alle decisioni di carattere strategico e di governance attraverso l'affiancamento al management nelle imprese partecipate. Il team di gestione si propone infine di contribuire alla "managerializzazione" delle target, cercando di identificare i profili professionali che potrebbero arricchire la struttura aziendale. Di seguito vengono riepilogate le principali caratteristiche del fondo (Tabb. 4.4 e 4.5).

Tabella 4.4
CARATTERISTICHE PRINCIPALI DEL FONDO CENTRO IMPRESA

	Caratteristiche
Sponsor e Management company	Sanpaolo IMI Private Equity S.p.A., Sanpaolo IMI Fondi Chiusi Sgr
Struttura	Fondo mobiliare chiuso, riservato a investitori qualificati
Ammontare	Minimo: 70 mln € Target: 100 mln €
Durata	10 anni con eventuale proroga di 3 anni

Fonte: nostra elaborazione su dati Sanpaolo IMI Private Equity

Tabella 4.5
COMPAGINE DEI SOTTOSCRITTORI

	Quote
Sanpaolo Imi Private Equity	30
Casse di Risparmio, Banche locali, Fondazioni	40/50
Investitori istituzionali esteri	5/15
Imprenditori locali	10/15

Fonte: nostra elaborazione su dati Sanpaolo IMI Private Equity

Il fondo Centro Impresa ha effettuato 3 investimenti. Il primo in Biolchim S.p.A., una società di Bologna, leader in Italia nel settore dei fertilizzanti speciali

per uso agricolo. Si è trattato di un'operazione di replacement capital che ha comportato un investimento per il fondo di circa 3,6 milioni di euro, pari al 45% del capitale di rischio della target. Il secondo investimento, di 7 milioni di euro, è stato effettuato in Seli S.p.A., una società romana che svolge attività di gestione di grandi commesse per la costruzione di tunnel e di costruzione e vendita di macchine e moduli per la realizzazione dello scavo. Questa operazione di development capital ha permesso di acquistare nuovi impianti e di incrementare la capacità produttiva dell'impresa.

Il terzo investimento di 3 milioni di euro è stato effettuato in Blumen S.r.l, una società di ricerca, produzione e commercializzazione di sementi per il giardinaggio. In collaborazione con il fondo Arca Impresa, a settembre 2005 è stata effettuata un'operazione di management buy out, che ha posto le basi per l'implementazione di un futuro percorso di crescita e sviluppo aziendale.

- *Capitali di rischio per lo sviluppo delle imprese: i fondi di private equity di Monte dei Paschi di Siena*

Nell'ambito delle iniziative per lo sviluppo dei sistemi economici locali, si inseriscono le attività di MPS Venture Sgr, la società di gestione dei fondi di investimento chiusi, nata nel 2002 e controllata da MPS Banca per l'impresa e Intermonte SIM.

I fondi gestiti da MPS Venture sono complessivamente sette: Ducato Venture, MPS Venture 1 e MPS Venture 2, Siena Venture, Emilia Venture, MPS Venture Sud e MPS Venture Sud 2.

Il fondo Ducato Venture è un fondo mobiliare chiuso con un patrimonio di 41 milioni di euro, sottoscritto da 473 risparmiatori privati, dalla Banca Monte dei Paschi e da MPS Venture.

L'attività del fondo consiste in acquisizioni di partecipazioni di minoranza nel capitale di rischio di imprese di piccole e medie dimensioni, operanti in Italia e che si trovano prevalentemente in fase di development capital (Tab. 4.6).

Tabella 4.6
CARATTERISTICHE PRINCIPALI DEL FONDO DUCATO VENTURE

	Caratteristiche
Sponsor e Management company	MPS Venture SGR
Struttura	Fondo mobiliare chiuso
Ammontare	Minimo: 41 mln €
Durata	10 anni con eventuale proroga di 3 anni

Fonte: nostra elaborazione su dati MPS Venture

Dal 1999 al 2006 gli investimenti effettuati sono stati 12 e i disinvestimenti 9. I settori merceologici di appartenenza delle imprese target sono eterogenei e comprendono l'alimentare, i servizi di comunicazione e trasporto, l'elettronica e l'energia.

Dal 2002 il fondo Ducato Venture è quotato sul mercato borsistico.

Un altro fondo mobiliare chiuso gestito da MPS Venture è il fondo Venture 1. Nel 2003 al first closing la raccolta è stata di 100 milioni di euro interamente sottoscritti da investitori istituzionali qualificati[59].

La strategia di investimento prevede la destinazione del 30% del patrimonio sottoscritto a imprese che utilizzano processi e tecnologie innovative.

Le operazioni effettuate sono state prevalentemente operazioni di management

buy out e di development capital, in imprese operanti sia nei settori industriali che nel terziario.

Dal 2003 al 2006 su 236 aziende esaminate, gli investimenti effettuati sono stati 13 in imprese di piccole dimensioni, caratterizzate da un'elevata redditività attuale e prospettica, da un potenziale di sviluppo significativo, da una struttura finanziaria solida e idonea a consentire operazioni di leverage buy out, da un management efficiente e di elevata professionalità.

Con la creazione dei fondi Siena Venture, Emilia Venture, Venture Sud e Venture Sud 2, MPS Venture Sgr ha attuato una serie di iniziative territoriali con lo scopo di sviluppare imprese appartenenti ad uno stesso sistema economico locale.

MPS Venture Sud e Venture Sud 2 sono fondi mobiliari chiusi riservati a investitori qualificati[60]. L'attività dei fondi consiste in acquisizioni di partecipazioni di minoranza in imprese di piccole dimensioni operanti nel sud Italia e caratterizzate da significative potenzialità di crescita. Sono esclusi investimenti in società in crisi e in società immobiliari o operanti nel settore dei servizi finanziari e delle telecomunicazioni.

Dal 2003 al 2006 tra le 42 aziende esaminate, gli investimenti effettuati sono stati 3, di cui uno è stato già disinvestito.

L'altra iniziativa di carattere territoriale è Siena Venture. Si tratta di un fondo mobiliare chiuso interamente sottoscritto da investitori istituzionali, che effettua operazioni in società non quotate ubicate nelle province di Siena, Grosseto e aree limitrofe. Il patrimonio del fondo, di 25 milioni di euro, potrà essere investito in strumenti finanziari non quotati, in titoli obbligazionari[61], in "small cap" quotate nei mercati regolamentati o nel capitale di rischio di aziende in start-up.

Dal 2003 al 2006 le imprese esaminate sono state 54, mentre gli investimenti effettuati sono state 3, prevalentemente in imprese in fase di early stage.

L'altro fondo mobiliare chiuso con finalità di sviluppo locale del territorio è il fondo Emilia Venture. Operativo dal 2006, con una durata di 8 anni e un patrimonio iniziale di 35 milioni di euro, il fondo Emilia Venture effettua investimenti in imprese di piccola e media dimensione operanti prevalentemente in Emilia Romagna e caratterizzate da interessanti prospettive di sviluppo, da una buona solidità patrimoniale e da un fatturato superiore a 5 milioni di euro.

Le aziende ad oggi esaminate sono state 24, di cui 7 in fase preliminare di due diligence e 2 in fase di investimento.

Le principali caratteristiche dei fondi gestiti da MPS Venture SGR sono riassunti nella tabella 4.7.

Tabella 4.7
I FONDI GESTITI DA MPS VENTURE SGR

	Caratteristiche
Ducato Venture	Fondo retail quotato in Borsa con un patrimonio di 41,3 mln €
MPS Venture 1	Fondo generalista con un patrimonio di 100 mln €
MPS Venture 2	Fondo generalista con un patrimonio di 150 mln €
Siena Venture	Fondo che effettua investimenti nella provincia di Siena e Grosseto. Patrimonio: 25 mln €
Emilia Venture	Fondo finalizzato ad effettuare investimenti in Emilia Romagna. Patrimonio: 35 mln €
MPS Venture Sud	Fondo mirato ad effettuare investimenti nel sud Italia. Patrimonio: 25 mln €
MPS Venture Sud 2	Fondo mirato ad effettuare investimenti nel sud Italia. Patrimonio: 25 mln €

Fonte: nostra elaborazione

4.3
La rete di investitori informali e i Business Angel Network

Gli investitori istituzionali che operano nel mercato del private equity preferiscono generalmente investire in imprese già avviate. Nelle imprese in fase di avvio (seed e start up) è presente una forte componente di rischio che espone i soggetti finanziatori a più elevate probabilità di insuccesso. In queste imprese si genera spesso un'insufficiente disponibilità di risorse (gap equity) che può essere colmata con il contributo di investitori "informali", caratterizzati da una maggiore propensione al rischio.

Si tratta di investitori privati che, agendo in modo informale e riservato, acquistano quote di partecipazione nel capitale di rischio di piccole imprese innovative, allo scopo di realizzare un capital gain dalla vendita della partecipazione nel medio periodo.

I Business Angel investono in progetti con un profilo di rischio più elevato rispetto ai formal venture capitalist[62]. Essi non hanno infatti costi fissi di struttura e, investendo il proprio capitale, non devono garantire rendimenti a terzi.

Questi soggetti forniscono inoltre competenze nel campo in cui l'impresa opera poiché sono in genere imprenditori che investono in settori dai quali provengono[63]. In questo modo riescono a ridurre le asimmetrie informative e a valutare in modo più corretto i progetti da finanziare[64].

La vicinanza geografica tra l'ubicazione dell'impresa e quella del Business Angel risulta essere un fattore spesso determinante nella scelta delle imprese target e la ragione può essere attribuita alla volontà/necessità dello stesso investitore di partecipare attivamente alla gestione aziendale. In fondo, solo attraverso il coinvolgimento personale è possibile esplicitare i contributi di esperienza e di relazioni che può offrire una partnership con tali operatori (Tab. 4.8).

Tabella 4.8
LE CARATTERISTICHE DEI BUSINESS ANGEL

	Caratteristiche
Soggetto	Imprenditore
Capitale investito	Capitale personale
Imprese finanziate	Start-up con potenziale di crescita
Due diligence	Basate sull'esperienza
Prossimità geografica con la target	Importante
Controllo post-investimento	Attivo

Fonte: nostra elaborazione

Una recente indagine ha messo in evidenza alcune peculiarità dell'Angel italiano. Innanzitutto l'alta propensione all'anonimato, che quindi ne limita l'interazione con altri Business Angel; lo spiccato senso imprenditoriale, essendo lo stesso operante in proprie aziende e il forte individualismo degli attori anche nel caso di partecipazione a circuiti ufficiali.

La ricerca delle informazioni sulle società target avviene prevalentemente facendo ricorso alle banche (Mustilli, Sorrentino, 2003), che spesso però non rappresentano lo strumento più idoneo per individuare opportunità di investimento. Per questo sta crescendo la fiducia dei Business Angel nelle fonti istituzionali e organizzate.

Al fine di ridurre i costi di ricerca e l'asimmetria informativa che genera condizioni di inefficienza nel mercato dell'offerta di capitale di rischio informale,

tali soggetti nel 1999 hanno costituito l'European Business Angel Network (EBAN), una struttura a livello europeo, con sede a Bruxelles, che coordina e promuove le reti di investitori privati informali dei singoli paesi membri.

I principali obiettivi di questo network sono:

1. agevolare gli scambi di esperienza tra le reti di Business Angel e trasferire le migliori pratiche;
2. promuovere il riconoscimento di queste reti;
3. contribuire alla creazione di programmi locali, regionali, nazionali, per la creazione e lo sviluppo di un ambiente favorevole per l'attività dei Business Angel.

A livello locale sono operativi i Business Angel Network (BAN), reti di investitori informali e imprese target che permettono di agevolare l'incontro tra domanda di capitale (imprese) e offerta di risorse finanziarie (investitori informali).

La gestione di questa struttura può essere effettuata da organizzazioni private, pubbliche o non profit. Per garantire lo svolgimento delle proprie attività i BAN richiedono ai propri soci un corrispettivo per i servizi direttamente o indirettamente offerti sul territorio.

Questa forma di investimento informale nel capitale delle imprese è molto sviluppata negli Stati Uniti (dove sono attivi 225.000 Business Angel) e nel Regno Unito. Nel resto d'Europa invece tale fenomeno è meno diffuso. Nonostante il numero dei BAN sia cresciuto molto negli ultimi anni solo in 7 paesi europei i Business Angel Network sono superiori a 10. Tra questi è presente anche l'Italia, nonostante la sua posizione sia ancora marginale. I Business Angel Network di Germania, Francia e Regno Unito rappresentano infatti da soli più della metà (51%) dei BAN europei.

Tabella 4.9
BUSINESS ANGEL NETWORK IN EUROPA

Paese	1999	2000	2001	2002	2003	Mid 2004	Mid 2005
Germania	1	43	36	40	40	40	43
Francia	4	13	32	48	48	40	38
Regno Unito	49	52	48	48	51	51	35
Spagna	0	1	1	2	3	11	20
Italia	2	5	12	11	10	12	12
TOTALE UE	66	132	155	177	197	230	227

Nota: il dato del 1° semestre 2005 del Regno Unito è stimato.
Fonte: nostra elaborazione su dati Eban 2005

In seguito alla costituzione dell'EBAN anche in Italia è stata costituita l'*Associazione Italiana degli Investitori Informali* (IBAN), associazione senza scopo di lucro aderente alle rete europea EBAN. Compito di IBAN è quello di coordinare e promuovere i *network* regionali italiani[65].

L'associazione si prefigge di fornire un quadro di riferimento stabile per gli investitori informali.

In particolare, gli obiettivi relativi alle attività dell'IBAN sono:

1. sviluppare e coordinare l'attività di investimento nel capitale di rischio in Italia e in Europa da parte degli investitori informali incoraggiando l'attività di investimento professionale in piccole e medie imprese, attraverso l'assunzione, la gestione e lo smobilizzo di partecipazioni, prevalentemente in società non quotate e coinvolgendo tali investitori nello sviluppo delle aziende partecipate;

2. promuovere il riconoscimento dei Business Angel e dei Business Angel Network come soggetti di politica economica;
3. sostenere l'incontro dei Business Angel con le imprese;
4. contribuire alla realizzazione di programmi locali/nazionali/comunitari finalizzati allo sviluppo di un ambiente favorevole per l'attività dei Business Angel;
5. mantenere gli opportuni contatti con le organizzazioni internazionali e non, per la realizzazione dei sopra citati obiettivi.

L'associazione può assumere partecipazioni in altre società aventi scopi affini. Un aspetto interessante dell'IBAN è la presenza di membri "affiliati" quali studi professionali, Banche, Università, Centri di ricerca che contribuiscono, con un'intensa attività di supporto, allo sviluppo del mercato degli investitori informali in Europa.

La maggior parte dei network sono sorti presso incubatori d'impresa, finanziarie regionali e agenzie di sviluppo locale.

È possibile comunque individuare dei fattori che possono contribuire allo sviluppo delle reti di Business Angel. In particolare, per incentivare questa tipologia di investimento si potrebbero realizzare campagne di comunicazione rivolte sia ai Business Angel sia alle imprese, in modo da sottolineare il ruolo degli investitori informali nei processi di crescita delle imprese; realizzare azioni mirate per il reclutamento dei Business Angel; oppure creare reti regionali di accesso al credito per permettere agli imprenditori di conoscere tutte le forme di finanziamento disponibili.

NOTE

[36] Ciò si evince dall'art. 8 bis della Legge Regionale n. 35 del 16 dicembre 1996 (inserito dalla Legge Regionale 27 marzo 2000 n. 18) che recita: "per le finalità di cui all'art. 2, comma 1, lettera e) la Regione concorre attraverso Finlombarda S.p.A. alla costituzione, sottoscrizione e gestione di fondi mobiliari per la partecipazione a Capitali di Rischio di nuove imprese innovative lombarde, di imprese localizzate in ambiti geografici specifici nonché di imprese operanti in particolari settori produttivi".
[37] La società è partecipata da Finlombarda, dalla Camera di Commercio di Milano e dal Consorzio Politecnico Innovazione.
[38] Il primo fondo di venture capital pubblico-privato operativo in Italia per la promozione di nuove imprese e spin-off univeristari.
[39] La liquidazione del fondo è prevista nel 2018.
[40] I beneficiari di tali servizi sono società di capitali e cooperative aventi sede e operanti prevalentemente in Toscana.
[41] Lo smobilizzo dell'investimento varia a seconda dello strumento utilizzato. Nel caso dell'acquisto di una partecipazione il disinvestimento può avvenire tramite la cessione dei titoli a terzi (che possono essere gli altri soci dell'impresa, altri operatori economici o intermediari finanziari) oppure tramite l'ingresso nei mercati ufficiali dei capitali, ove ne sussistano le condizioni; nel caso del prestito obbligazionario ciò avviene tramite il rimborso oppure tramite la conversione in una partecipazione.
[42] Società di gestione del risparmio iscritta all'albo tenuto dalla Banca d'Italia, ai sensi del Decreto Legislativo n. 58/98, partecipata da Fidi Toscana.
[43] Gli istituti di credito che hanno partecipato al fondo sono: Gruppo Monte di Paschi di Siena, Gruppo Cassa di Risparmio di Firenze, Cassa di Risparmio di San Miniato, Banca Popolare dell'Etruria, Cassa di Risparmio di Prato.
[44] L'importo della partecipazione varia tra 0,5 e 4 milioni di euro.
[45] Finanziaria Ligure per lo Sviluppo Economico.
[46] Emilia Romagna Valorizzazione Economica del Territorio S.p.A.
[47] Atti del convegno "Dai Consorzi fidi al bond di distretto: Nuovi strumenti di finanza strutturata per le PMI" , Milano il 14 Dicembre 2004.
[48] Si tratta, in sostanza, di consorzi tra imprese (artigiane, commercianti e imprese di piccola dimensione) che, per agevolare le operazioni di finanziamento ai propri soci, provvedono a costituire presso le banche un Fondo Rischi formato da liquidità, titoli o altri valori, finalizzato alla copertura (fino a percentuali variabili) di eventuali insolvenze a carico dei propri soci. I Confidi costituiscono un canale preferenziale in grado di fornire al sistema bancario un importante patrimonio informativo comprensivo di elementi di natura immateriale e difficilmente valutabili, quali ad esempio l'interrelazione tra l'impresa e la famiglia proprietaria. La presenza di tale garanzia potrebbe incidere sul calcolo del rating dell'impresa associata. Si veda a proposito: Cesario, 2004.
[49] In Piemonte 935 aziende hanno ottenuto 330 milioni di euro di finanziamenti, in Liguria sono state finanziate 258 con un importo complessivo di 93 milioni, mentre in Lombardia 149 aziende hanno ricevuto 84 milioni di euro. Per quanto riguarda il rating attribuito, 97 aziende hanno avuto un rating 1 e 2, 109 un rating 3, 375 un rating 4, 451 un rating 5 e 310 un rating 6. Le imprese finanziate appartengono per la maggior parte al segmento "corporate": 581 infatti hanno un fatturato di oltre 5 milioni di euro e 353 tra i 2,5 e i 5 milioni, mentre le 408 aziende retail fatturano annualmente meno di 2,5 milioni di euro. L'importo medio di ogni operazione è stato di 378 mila euro.
[50] L'operazione realizzata da Unicredit è innovativa per tre motivi:
1. il finanziamento delle imprese non ha richiesto altre garanzie oltre a quella prestata da Eurofidi;
2. l'orizzonte temporale stabilito è stato molto ampio: i finanziamenti erogati dalle banche del gruppo Unicredit hanno scadenza al 31 Dicembre 2008;
3. il finanziamento è stato erogato a condizioni vantaggiose.

[51] I titoli sono stati collocati principalmente nel Regno Unito (25%), Benelux (18%), Francia (16%) e Spagna (10%).
[52] L'accesso al mercato dei capitali tramite l'emissione di obbligazioni ha barriere di costo che lo rendono proibitivo per il 95% delle aziende italiane.
[53] La durata del prestito è di 5 anni da rimborsare in rate trimestrali.
[54] Tale progetto ha coinvolto 2474 docenti e ricercatori, 745 laboratori, 48 dipartimenti attivi in tutti i settori di attività industriale
[55] Il carattere generalista del fondo implica la possibilità di investire in qualsiasi settore di mercato. Il fondo Centro Impresa possiede tale caratteristica eccetto per i seguenti comparti: immobiliare, finanziario, settore non etico (armamenti, gioco ecc).
[56] L'obiettivo intermedio di raccolta che consente al fondo di essere operativo per i primi investimenti.
[57] I principali sottoscrittori sono la Banca Cassa di Risparmio di Firenze e l'Ente Cassa di Risparmio di Firenze, che hanno investito nel fondo rispettivamente 15 milioni di euro e 8 milioni di euro.
[58] Il fatturato medio delle aziende target è compreso tra i 15 e i 250 milioni di euro ed i singoli investimenti vengono realizzati anche in più fasi successive con un limite massimo per azienda pari al 20% dell'ammontare sottoscritto del fondo.

[59] Investitori qualificati sono: Imprese di investimento, banche, agenti di cambio, SGR, SICAV, fondi pensione, imprese di assicurazione, società finanziarie capogruppo di gruppi bancari, fondazioni bancarie, persone fisiche e giuridiche in possesso di specifica competenza ed esperienza in strumenti finanziari (D.M. n. 228/1999).
[60] Il patrimonio dei fondi è di 25 milioni di euro.
[61] Per importi non superiori al 50 % del patrimonio.
[62] La natura informale delle loro attività è evidenziata dal fatto che le operazioni si sviluppano prevalentemente sulla base della fiducia che si instaura tra investitore e imprenditore senza essere regolate da nessun quadro normativo. AIFI [2001a], op. cit..
[63] "È possibile riscoprire nell'angelo finanziatore l'impronta di un vero e proprio imprenditore. Tale ipotesi si distanzia dai primi studi sugli investitori informali; gli angeli, ai prodomi della letteratura sull'informal venture capital, erano considerati come semplici apportatori di capitali alle piccole imprese, "spettatori" di un investimento al quale guardavano solo come mero moltiplicatore di risorse finanziarie". Del Giudice M., Sorrentino M. (2003).
[64] Che la conoscenza pregressa del settore rappresenti un orientamento nella scelta dei progetti di investimento dei Business Angel viene confermato da una recente indagine effettuata da Del Giudice M., Sorrentino M. (2003).
[65] I BAN italiani attualmente costituiti sono i seguenti: Ban Nord Ovest; Ban Umbria; Ban Lombardia; Ban Lazio; Ban Veneto; Ban Campania; Ban Bologna; Ban Puglia; Big Ban (Toscana); Ban Calabria; Ban Centro Adriatico, Ban Sardegna. In Toscana la rete regionale di investitori informali in capitale di rischio ha preso il nome di BIG BAN ed è costituita da 3 Business Innovation Centre (BIC) della Regione Toscana, il C.I.I. Pistoia S.C.R.L., il BIC Livorno e l'EUROBIC Toscana Sud (Poggibonsi, Siena). Lo scopo che persegue BIG BAN è la creazione di una rete locale che fornisca una serie di servizi, informazione e consulenza, finalizzata a individuare soggetti potenzialmente interessati a investire nelle imprese e imprese che potranno essere oggetto di investimenti.

5.
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

La progressiva liberalizzazione della concorrenza nel settore finanziario ha avviato, soprattutto dalla seconda metà degli anni '90, un importante processo di concentrazione degli assetti proprietari nel sistema bancario che, inevitabilmente, ha provocato effetti e cambiamenti all'interno del sistema economico locale.

La crescita del numero degli sportelli, seguita alla rimozione dei vincoli alle nuove aperture, e la diminuzione del numero degli istituti bancari, in relazione ai processi di aggregazione tra gli attori del sistema finanziario, costituiscono le principali dinamiche evolutive dell'intero contesto nazionale.

L'orientamento verso la crescita delle dimensioni delle aziende bancarie è stato in parte indotto dalle modifiche intervenute nella regolamentazione del sistema finanziario e negli indirizzi che hanno orientato l'attività degli organi di vigilanza. Da queste scelte, in accordo con il recepimento delle direttive europee, sono derivati processi di liberalizzazione e despecializzazione del settore che hanno progressivamente allentato i legami tra formazione del risparmio e attività economica del sistema territoriale.

Una delle conseguenze di questa concentrazione del sistema bancario è rappresentata dal rischio di una crescente asimmetria informativa tra gli istituti di credito e gli attori economici del sistema produttivo locale.

Recenti studi, che hanno cercato di valutare l'impatto della progressiva perdita di peso della banca locale nei sistemi economici territoriali, hanno evidenziato che a questi processi di aggregazione non sono correlabili un maggior razionamento del credito, né significativi cambiamenti delle condizioni dei tassi applicati ai tradizionali strumenti creditizi (Signorini, 2000, op. cit.; Alessandrini, 2001, op. cit.).

La recente vivacità nell'attivare iniziative orientate ad acquisire partecipazioni nel capitale delle imprese e la varietà della natura degli attori che ne hanno promosso lo sviluppo (investitori istituzionali, banche o loro divisioni, finanziarie di partecipazione di emanazione industriale, fondazioni bancarie, operatori pubblici ed enti locali), testimoniano l'importanza riconosciuta agli strumenti capaci di supportare il processo evolutivo del tessuto imprenditoriale, soprattutto a livello delle piccole e medie imprese.

L'ingresso nel capitale da parte di un investitore istituzionale, che in genere sottoscrive o acquisisce una quota di minoranza, permette all'impresa di disporre di risorse, non solo finanziarie, in grado di sostenere processi di crescita e di sviluppo aziendale.

Questa presenza offre inoltre un considerevole contributo alla reputazione dell'impresa nei confronti degli stakeholder, poiché certifica una professionale valutazione delle prospettive del business e della correttezza gestionale e un continuo monitoraggio delle performance dell'impresa.

Condizione necessaria per l'ingresso degli investitori professionali e dei business angel nell'assetto proprietario delle imprese di piccole e medie dimensioni è la disponibilità a condividere con il partner finanziario le informazioni sulla

gestione e il progetto strategico da parte del soggetto economico e del vertice aziendale. Se tali condizioni sono valutate insufficienti è probabile che l'investitore preferisca dirottare i fondi disponibili verso impieghi con un più elevato grado di affidabilità, e di conseguenza con un minor rischio potenziale.

La disponibilità di esaurienti informazioni relativamente alla situazione gestionale dell'impresa facilita inoltre l'accesso al credito, normalmente vincolato al livello delle garanzie patrimoniali, piuttosto che alla valutazione del potenziale di redditività di un progetto aziendale.

Nei sistemi territoriali di piccola impresa la disponibilità di capitali per operazioni di private equity è in qualche modo ostacolata dall'esistenza di una diffusa condizione di *asimmetria informativa* (Demartini, 2002) tra gli operatori finanziari tradizionalmente presenti nel mercato del capitale di rischio e le imprese di minori dimensioni.

In particolare si ritiene che essa determini spesso una vera e propria barriera percettiva da parte di questi operatori nei confronti di molti fenomeni innovativi che stanno modificando gli assetti d'impresa nei sistemi economici locali.

Questa barriera percettiva tende ad operare con gradi diversi, per comprensibili ragioni, in relazione al modo nel quale sono organizzate le risorse economiche del sistema locale e alle dimensioni delle singole imprese.

I fenomeni sopra ricordati, come abbiamo visto, hanno caratterizzato anche il contesto toscano, ma nonostante l'accresciuta intensità competitiva nel mercato del credito regionale, il sistema finanziario locale non sembra aver accompagnato in maniera sufficientemente innovativa la dinamica evolutiva del sistema produttivo.

In questo quadro, le istituzioni possono svolgere un ruolo importante nel promuovere processi e strumenti finanziari in grado di sostenere lo sviluppo del sistema economico locale.

Sulla base di queste ipotesi si è individuato nel fondo di investimento mobiliare chiuso riservato lo strumento potenzialmente idoneo per perseguire forme di mobilitazione del risparmio locale funzionali alle dinamiche di rinnovamento e di crescita del sistema delle imprese.

Per organizzare questo strumento e per consentirne il maggiore sviluppo operativo può essere necessario mettere in campo attori nuovi (fondazioni bancarie, università, business angel) e sperimentare modelli di intervento finanziario capaci di rimuovere i vincoli di risorse, di conoscenze e di relazioni che ostacolano l'attivazione di iniziative imprenditoriali negli ambiti settoriali caratterizzati da maggiori potenzialità di crescita.

A causa della complessità delle fasi di creazione e avvio di questi strumenti, che richiedono la disponibilità di risorse e competenze fortemente specializzate, e della non indifferente onerosità della loro gestione, i sistemi economici locali non riescono molto spesso ad implementare soluzioni efficaci, capaci di dimostrarsi nel tempo funzionali ed efficienti.

A questo riguardo potrebbe essere utile individuare un ambito di riferimento territoriale capace di coinvolgere aree contigue nell'ambito regionale. Questo approccio potrebbe consentire di ampliare il potenziale di relazioni con soggetti e imprese interessate a partecipare al progetto, offrendo una maggiore varietà delle possibili *imprese-target* e una comunque sufficiente identità dell'iniziativa all'interno del sistema economico regionale.

Quello che è stato qui proposto può essere dunque considerato come una prima riflessione su un progetto potenzialmente più ampio, rivolto a all'aggregazione di

idee e interessi sul territorio, capace di coinvolgere in breve tempo nuovi potenziali attori, in vista della definizione di politiche capaci di offrire un'efficace sostegno allo sviluppo dell'imprenditorialità innovativa che popola i sistemi economici locali.

APPENDICE STATISTICA

Tabella 1
RACCOLTA, INVESTIMENTI E DISINVESTIMENTI DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA. 2000/2005
Per ammontare, in milioni di euro

	Raccolta	Investimenti	Disinvestimenti
2000	48.023	34.986	9.103
2001	40.012	24.331	12.475
2002	27.533	27.648	10.674
2003	27.020	29.096	13.553
2004	27.451	36.920	19.550
2005	71.771	47.000	29.796

Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti

Tabella 2
RACCOLTA, INVESTIMENTI E DISINVESTIMENTI DEI FONDI DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA. 2000/2005
Per ammontare, in milioni di euro

	Raccolta	Investimenti	Disinvestimenti
2000	2.925	2.968	465
2001	1.875	2.185	909
2002	1.996	2.626	589
2003	1.937	3.034	868
2004	1.663	1.480	647
2005	1.345	2.186	906

Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti

Tabella 3
RACCOLTA ANNUALE DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER CATEGORIE DI INVESTITORI. 2000/2005
In milioni di euro

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Investitori istituzionali	21.359	19.576	11.254	11.290	10.510	33.206
Banche	9.554	9.189	6.845	5.436	5.091	11.890
Privati	8.057	4.716	3.468	2.009	3.424	7.499
Pubblica amministrazione	2.445	2.282	2.894	1.727	1.442	6.694
Altro	2.595	2.447	1.576	4.849	3.018	8.414
SUBTOTALE RACCOLTA NUOVI FONDI	44.010	38.210	26.036	25.311	23.486	67.703
Capital Gain realizzato	4.013	1.802	1.497	1.709	3.965	4.067
TOTALE RACCOLTA	48.023	40.012	27.533	27.020	27.451	71.771

Nota: Per "Investitori istituzionali" si intendono i fondi pensione, le compagnie di assicurazione e i fondi di fondi; per "Privati" si intendono gli investitori privati e corporate; per "Altro" si intendono le università, i mercati di capitali e altri soggetti diversamente classificabili.

Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti

Tabella 4
RACCOLTA ANNUALE DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA PER CATEGORIE DI INVESTITORI. 2000/2005
In milioni di euro

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Investitori istituzionali	682	469	419	659	580	231
Banche	974	600	882	808	604	674
Privati	1.106	769	651	186	258	158
Pubblica amministrazione	76	56	30	60	61	25
Altro	88	0	12	108	103	178
SUBTOTALE RACCOLTA NUOVI FONDI	2.925	1.894	1.994	1.820	1.606	1.266
Capital Gain realizzato	0	0	0	94	58	79
TOTALE RACCOLTA	2.925	1.894	1.994	1.915	1.663	1.345

Nota: Per "Investitori istituzionali" si intendono i fondi pensione, le compagnie di assicurazione e i fondi di fondi; per "Privati" si intendono gli investitori privati e corporate; per "Altro" si intendono le università, i mercati di capitali e altri soggetti diversamente classificabili.

Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti

Tabella 5
RACCOLTA ANNUALE DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER CATEGORIE DI INVESTITORI. 2005
In milioni di euro

	Francia		Germania		Italia		Spagna		R. Unito	
	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%
Investitori istituzionali	5.588	49,9	680	26,9	231	18,2	63	6,1	24.105	55,7
Banche	2.727	24,4	560	22,2	674	53,3	393	38,6	5.436	12,6
Privati	1.993	17,8	270	10,7	158	12,4	426	41,9	2.736	6,3
Pubblica amministrazione	369	3,3	552	21,9	25	2,0	80	7,8	5.396	12,5
Altro	521	4,6	464	18,3	178	14,1	57	5,6	5.583	12,9
SUBTOTALE RACC. NUOVI FONDI	11.198	100	2.526	100	1.266	100	1.018	100	43.256	100
Capital Gain realizzato	253		349		79		2		2.388	
TOTALE RACCOLTA	11.451		2.875		1.345		1.020		45.644	

Nota: Per "Investitori istituzionali" si intendono i fondi pensione, le compagnie di assicurazione e i fondi di fondi; per "Privati" si intendono gli investitori privati e corporate; per "Altro" si intendono le università, i mercati di capitali e altri soggetti diversamente classificabili.

Fonte: Evca (2006), Yearbook, e precedenti

Tabella 6
INVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO. 2000/2005
Per ammontare, in milioni di euro

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Avvio	6.664	4.184	2.919	2.124	2.378	2.431
Sviluppo	12.986	8.005	6.870	6.241	7.894	10.240
Buyout e ristrutturazione finanziaria	15.336	12.143	17.858	20.731	26.648	34.329
TOTALE	34.986	24.332	27.647	29.096	36.920	47.000

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 7
INVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO. 2003/2005
Per numero

	2003	2004	2005
Avvio	3.606	3.444	3.591
Sviluppo	4.793	4.600	4.561
Buyout e ristrutturazione finanziaria	1.977	2.192	2.763
TOTALE	10.376	10.236	10.915

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 8
INVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA PER TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO. 2000/2005
Per ammontare, in milioni di euro

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Avvio	540	291	65	59	23	30
Sviluppo	966	745	806	583	458	413
Buyout e ristrutturazione finanziaria	1.462	1.149	1.755	2.391	1.000	1.744
TOTALE	2.968	2.185	2.626	3.033	1.480	2.187

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 9
INVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN ITALIA PER TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO. 2003/2005
Per numero

	2003	2004	2005
Avvio	65	50	56
Sviluppo	175	126	135
Buyout e ristrutturazione finanziaria	96	72	83
TOTALE	336	248	274

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 10
INVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO. 2005
Per ammontare, in milioni di euro

	Francia		Germania		Italia		Spagna		R. Unito	
	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%
Avvio	472	6,5	305	11,3	30	1,3	118	4,4	838	3,5
Sviluppo	933	12,8	961	35,7	413	18,9	651	24,5	4.393	18,4
Buyout e ristrutturazione finanziaria	5.888	80,7	1.429	53,0	1.744	79,8	1.893	71,1	18.600	78,1
TOTALE RACCOLTA	7.294	100	2.695	100	2.186	100	2.662	100	23.831	100

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 11
INVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER TIPOLOGIA DI INVESTIMENTO. 2005
Per numero

	Francia		Germania		Italia		Spagna		R. Unito	
	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%
Avvio	634	31,0	460	35,1	56	20,4	155	30,5	960	30,0
Sviluppo	714	34,9	732	55,9	135	49,3	296	58,3	1.187	37,2
Buyout e ristrutturazione finanziaria	698	34,1	118	9,0	83	30,3	57	11,2	1.046	32,8
TOTALE RACCOLTA	2.046	100	1.310	100	274	100	508	100	3.193	100

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 12
DISINVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY PER MODALITÀ DI DISINVESTIMENTO IN EUROPA. 2000/2005
Per ammontare, in milioni di euro

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vendita ad altro operatore economico	3.005	4.228	3.301	2.762	4.627	6.721
Offerta pubblica	1.279	1.386	1.264	1.600	2.305	2.650
Vendita ad altro venture capitalist o a st. finanziarie	1.408	1.018	838	3.559	3.132	6.681
Write-off	689	2.848	3.201	1.577	1.901	1.406
Altro	2.722	2.995	2.070	4.055	7.586	12.338
TOTALE	9.103	12.475	10.674	13.553	19.551	29.796

Nota: Per "Altro" si intende il rimborso delle quote di partecipazione, il management buy-back e il disinvestimento sotto altre forme.

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 13
DISINVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY PER MODALITÀ DI DISINVESTIMENTO IN EUROPA. 2003/2005
Per numero

	2003	2004	2005
Vendita ad altro operatore economico	796	951	1.317
Offerta pubblica	463	551	896
Vendita ad altro venture capitalist o a st. finanziarie	203	397	503
Write-off	1.010	1.013	862
Altro	3.133	3.005	3.683
TOTALE	5.605	5.917	7.262

Nota: Per "Altro" si intende il rimborso delle quote di partecipazione, il management buy-back e il disinvestimento sotto altre forme.

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 14
DISINVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY PER MODALITÀ DI DISINVESTIMENTO IN ITALIA. 2000/2005
Per ammontare, in milioni di euro

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Vendita ad altro operatore economico	260	498	305	288	200	288
Offerta pubblica	79	78	19	52	186	97
Vendita ad altro venture capitalist o a st. finanziarie	61	25	108	308	71	350
Write-off	10	120	105	41	83	16
Altro	54	187	52	179	108	155
TOTALE	464	9008	589	868	647	906

Nota: Per "Altro" si intende il rimborso delle quote di partecipazione, il management buy-back e il disinvestimento sotto altre forme.

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 15
DISINVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY PER MODALITÀ DI DISINVESTIMENTO IN ITALIA. 2003/2005
Per numero

	2003	2004	2005
Vendita ad altro operatore economico	116	50	70
Offerta pubblica	11	14	17
Vendita ad altro venture capitalist o a st. finanziarie	16	15	25
Write-off	28	31	9
Altro	51	27	29
TOTALE	222	137	150

Nota: Per "Altro" si intende il rimborso delle quote di partecipazione, il management buy-back e il disinvestimento sotto altre forme.

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 16
DISINVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER MODALITÀ DI DISINVESTIMENTO. 2005
Per ammontare, in milioni di euro

	Francia		Germania		Italia		Spagna		R. Unito	
	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%
Vendita ad altro operatore economico	859	20,2	383	20,6	288	31,8	552	37,0	3.533	21,1
Offerta pubblica	419	9,8	434	23,3	97	10,7	8	0,5	1.377	8,2
Vend. ad altro venture capitalist o a st. fin.	1.310	30,8	475	25,5	350	38,7	454	30,5	3.081	18,4
Write-off	47	1,1	192	10,3	16	1,7	71	4,7	885	5,3
Altro	1.619	38,1	380	20,3	155	17,1	406	27,3	7.862	47,0
TOTALE	4.253	100	1.863	100	906	100	1.491	100	16.737	100

Nota: Per "Altro" si intende il rimborso delle quote di partecipazione, il management buy-back e il disinvestimento sotto altre forme.

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 17
DISINVESTIMENTI ANNUALI DI PRIVATE EQUITY IN EUROPA PER MODALITÀ DI DISINVESTIMENTO. 2005
Per ammontare, in milioni di euro

	Francia		Germania		Italia		Spagna		R. Unito	
	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%	V.a.	%
Vendita ad altro operatore economico	274	20,3	97	12,0	70	46,7	37	11,7	520	16,3
Offerta pubblica	159	11,8	37	4,6	17	11,3	3	0,9	548	17,2
Vend. ad altro venture capitalist o a st. fin.	197	14,7	38	4,8	25	16,7	28	8,8	148	4,7
Write-off	68	5,1	224	27,7	9	6,0	32	10,1	398	12,5
Altro	648	48,1	411	50,9	29	19,3	217	68,5	1.568	49,3
TOTALE	1.346	100	808	100	150	100	317	100	3.182	100

Nota: Per "Altro" si intende il rimborso delle quote di partecipazione, il management buy-back e il disinvestimento sotto altre forme.

Fonte: Evca (2006) Yearbook, e precedenti; Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 18
DISTRIBUZIONE REGIONALE DEL NUMERO DEGLI INVESTIMENTI REALIZZATI IN ITALIA. 2000/2005

Investimenti	2000	2001	2002	2003	2004	2005
ITALIA	422	308	215	282	206	234
Centro Italia	106	52	34	31	27	38
TOSCANA	16	20	12	9	11	18

Nota: Centro Italia: Toscana, Lazio, Marche e Umbria.

Fonte: Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

Tabella 19
DISTRIBUZIONE DEL NUMERO DI INVESTIMENTI IN ITALIA PER NUMERO DI DIPENDENTI DELLE AZIENDE. 2000/2005

Numero dei dipendenti	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Da 0 a 19	28	58	35	28	38	35
Da 20 a 99	39	25	26	32	27	26
Da 100 a 499	25	11	21	25	23	23
> 500	8	6	18	15	12	15
TOTALE	100	100	100	100	100	100

Fonte: Aifi (2006),Yearbook, e precedenti

BIBLIOGRAFIA

AIFI (2000), *Manifesto - Lo sviluppo degli start-up tecnologici e delle growing company in generale*

AIFI (2001), "Capitali per lo sviluppo. Un'analisi del mercato internazionale del private equity e del venture capital", *Il Sole 24Ore*, Milano

AIFI (anni vari), *Yearbook*, Aifi, Milano

AIFI, PRICEWATERHOUSECOOPERS (2000), *Guida pratica al Capitale di Rischio. Avviare e sviluppare un'impresa con il Venture Capital e Private Equity,* Aifi, Milano

AKERLOF G. A. (1970), "The market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, n. 84

ALESSANDRINI P. (a cura di) (2001), *Il sistema finanziario italiano tra globalizzazione e localismo*, Il Mulino, Bologna

ALESSANDRINI P., ZAZZARO A. (2001), "L'evoluzione dei sistemi finanziari locali: i nodi da sciogliere", in Alessandrini P. (a cura di), *op. cit.*

BANCA D'ITALIA (anni vari), *Note sull'andamento dell'economia della Toscana*, Firenze

BANCA D'ITALIA (anni vari), *Relazione annuale*, Roma

BANCA D'ITALIA (anni vari), *Sintesi delle note sull'andamento dell'economia delle regioni italiane*, Roma

BECATTINI G. (a cura di) (1987), *Mercato e forze locali: il distretto industriale*, Il Mulino, Bologna

BECATTINI G. (1991), "Il distretto industriale marshalliano come concetto socio-economico", *Distretti Industriali e Cooperazione fra Imprese in Italia. Studi e Informazioni*, Quaderni, n. 34

BECATTINI G. (2000), *Il distretto industriale*, Rosemberg & Sellier, Torino

BECATTINI G., SFORZI F. (a cura di) (2002), *Lezioni sullo sviluppo locale*, Rosemberg & Sellier, Torino

BECATTINI G., RULLANI E. (1993), "Sistema locale e mercato globale", *Economia e Politica Industriale,* n. 80

BERGER A. N., UDELL G. F. (1996), "Universal Banking and the Future of Small Business Lending", in Saunders A.,Walter I. (a cura di), *op. cit.*

BERTA G., PILUSO G. (2004), "La mutazione della struttura finanziaria e l'economia italiana", *Economia e Politica Industriale*, n. 122

BERTI A. (2000), "Il ricorso al credito bancario: il rapporto tra PMI e banche", in Fortis M., Bassetti G. (a cura di), *op. cit.*

BIANCO M. (2003), *L'industria italiana. Numeri, peculiarità, politiche della nostra economia industriale*, Il Mulino, Bologna

BONACCORSI DI PATTI E., GOBBI G. (2004), "Piccole imprese e cambiamenti strutturali nei mercati locali del credito", in Panetta F. (a cura di), *op. cit.*

BRUSCO S. (1994), "Sistemi globali e sistemi locali", *Economia e Politica Industriale*, n. 84

BYGRAVE W. D., TIMMONS J. A. (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston

CAPITALIA (2002), *Indagine sulle imprese manifatturiere, VIII Rapporto sull'industria italiana e sulla politica industriale*

CAPONERA G., TRAÙ F. (2004), *Structure and Change in European Industry*, CSC Working Paper, Roma

CASELLI S. (2003), "La sfida del corporate banking: fra banca e impresa un progetto per la creazione di valore", *Economia & Management*, n. 3

CASELLI S., GATTI S. (2003), "Private equity e venture capital: strumenti di élite o leve per lo sviluppo?", *Economia & Management*, n. 3

CIAMPI F. (1994), "Squilibri di assetto finanziario nelle piccole e medie imprese", *Studi ed Informazioni*, Quaderni, n. 45

CODA V. (2002), "Nuovi bisogni di innovazione nel governo dell'impresa", *Economia & Management*, n. 2

COLTORTI F. (2005), "Finanza e sviluppo dagli anni '70", *Economia e Politica Industriale*, n. 2

COVENEY P., MOORE K. (1998), *Business Angels. Securing start up finance*, John Wiley & Sons, Chichester

DE CAPRARIIS G., GUISO G. (a cura di) (2004), "Finanza, legge e crescita delle imprese", *Il Sole 24Ore*, Milano

DE CENSI G. (2000), "Il ruolo della banca locale", in Fortis M., Bassetti G. (a cura di), *op. cit.*

DEL GIUDICE M., SORRENTINO M. (2003), "Background cognitivi e relazioni con le fonti informative dei Business Angel" in Mustilli M., Sorrentino M. (a cura di), *op. cit.*

DEL GIUDICE R., GERVASONI A. (2002), *Finanziarsi con il venture capital*, Etas, Milano

DELL'ACQUA A., PREVITERO A. (2006), "I venture capitalist italiani: chi sono, cosa fanno e cosa vogliono", *Economia & Management*, n. 2

DEMARTINI P. (2002), "Superare le asimmetrie informative tra PMI e operatori del private equity", *Economia & Management*, n. 2

DEMIRGUC-KUNT A., LEVINE R. (a cura di) (2001), *Financial Structure and Economic Growth. A Cross-Country Comparison of Bank's, Markets and Development,* Mit Press, Cambridge

EVCA (anni vari), *Yearbook*, Evca, Brussels

FAZZI R. (1982), *Il governo d'impresa,* Giuffrè Editore, Milano

FORTIS M. (2004), "Pilastri, colonne, distretti: una tassonomia delle principali imprese italiane", *Economia e Politica Industriale,* n. 121

FORTIS M., BASSETTI G. (a cura di) (2000), *Il finanziamento delle PMI. Il quadro nazionale ed internazionale: opportunità per il sistema lombardo*, F. Angeli, Milano

GALLINO L. (2003), *La scomparsa dell'Italia industriale*, Einaudi, Torino

GERVASONI A. (1996), *Finanziare l'attività imprenditoriale. Capitali privati e capitali pubblici per l'avvio e la trasmissione d'imprese*, Guerini e Associati, Milano

GERVASONI A. (a cura di) (1999), *Impresa e mercato finanziario*, Guerini e Associati, Milano

GERVASONI A. (2000), "I fondi mobiliari chiusi. Un prodotto finanziario innovativo per gli investitori e le imprese. La nuova regolamentazione, gli aspetti tecnici e gestionali", *Il Sole 24Ore*, Milano

GERVASONI A., SATTIN F. L. (2000), *Private Equity e Venture Capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Guerini e Associati, Milano

GOLDSMITH R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven

GUELPA F. (2005), "Crescita dell'impresa e complessità finanziaria", *Economia e Politica Industriale*, n. 2

GUISO L., SAPIENZA P., ZINGALES L. (2002), "Does Local Financial Development Matter?", *NBER Working Paper*, n. 8923

HARRISON R. T., MASON C. M. (1996), *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*, Prentice Hall-Faulkner, London

ISTAT (2004), *Rapporto annuale*, ISTAT, Roma

LORENZONI G. (1979), *Una politica innovativa nelle piccole e medie imprese*, Etas, Milano

MINISTRY OF ECONOMIC AFFAIRS, ENTREPRENEURSHIP AND SMALL AND MEDIUM-SIZED BUSINESSES DEPARTMENT (2000), *The Entrepreneurial Society. More opportunities and fewer obstacles for entrepreneurship*, The Hague, Netherlands

MOLITERNI R. (2000), *La crescita dell'impresa di piccole dimensioni*, Cedam, Padova

MUSTILLI M. (1999), *L'evoluzione del venture capital nello sviluppo delle piccole e medie imprese*, Cedam, Padova

MUSTILLI M., SORRENTINO M. (a cura di) (2003), *Business Angel in Italia,* Giappichellli editore, Torino

NICASTRO R., MUCCI F., REVOLTELLA D. (2004), "Opportunità e sfide per il settore bancario nella nuova Europa: il caso del gruppo Unicredit", *L'Industria*, n. 2

NORMANN R. (1977), *Management for Growth*, John Wiley & Sons, Chichester (trad. it. (1979), *Le condizioni di sviluppo dell'impresa*, Etas Libri, Milano)

ONIDA F. (2004), *Se il piccolo non cresce. Piccole e medie imprese in affanno*, Il Mulino, Bologna

PACI A. (1990), *Assetti proprietari e governo d'impresa. Il management buy-out,* Tipografica Pistoiese, Pistoia

PACI A. (1996), *Nuove imprese e nuovi imprenditori*, Cedam, Padova

PACI A. (2002), *Istituzioni, capitali e imprese nello sviluppo dei sistemi economici locali*, Dipartimento di Scienze Aziendali, Università degli Studi di Firenze

PACI A. (2005), "Crescita aziendale e governance d'impresa", *Arel Informazioni*, n. 2

PACI A., ROMITI A. (2002), "Risparmio locale e capitale di rischio per lo sviluppo locale delle imprese", *Arel Informazioni*, n. 3

PAGANO M. (1993), "Financial Markets and Growth: an Overview", *European Economic Review*, n. 37

PAGANO M. (2000), "Banche e distretti industriali: una relazione speciale?", in Signorini L. F. (a cura di), *op. cit.*

PANETTA F. (a cura di) (2004), *Il sistema bancario italiano negli anni novanta. Gli effetti di una trasformazione*, Il Mulino, Bologna

PAVITT K. (1984), "Sectoral Patterns of Technical Change: Towards a Taxonomy and a Theory", *Research Policy*, n. 13

PENCARELLI T., DINI L. (1995), "Teoria della struttura finanziaria e piccola impresa", *Piccola Impresa Small Business*, n. 3

PERRINI F. (2000), "Innovazione, struttura finanziaria e valore d'impresa", *Economia & Management*, n. 1

PROVASI G. (2002), *Le istituzioni dello sviluppo. I distretti industriali tra storia, sociologia ed economia,* Donzelli editore, Roma

RAJAN G. R., ZINGALES L. (2004), *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Einaudi, Torino

RULLANI E. (2002), "Riforma delle istituzioni e sviluppo locale", in Becattini G., Sforzi F. (a cura di), *op. cit.*

RULLANI E. (2004), "Tra finanza e industria: liberare il "motore" dell'economia della conoscenza", *Economia e Politica Industriale*, n. 123

SAUNDERS A.,WALTER I. (a cura di) (1996), *Financial System Design: The Case for Universal Banking*, Irwin Publishing, Homewood, Il

SATTIN F. L. (1999), "L'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio", in Gervasoni A. (a cura di), *op. cit.*

SCHUMPETER J. (1946), *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, Duncker & Humboldt, Berlin (trad. it. parz. (1977), *Teoria dello sviluppo economico*, Sansoni, Firenze)

SHAPERO A. (1983), *The Role of the Financial Institution of a Community in the Formation, Effectiveness and Expansion of Innovation Companies*, Shapero-Uffman Associates, Columbus, Ohio

SIGNORINI L. F. (2000), "«L'effetto distretto»: motivazioni e risultati di un progetto di ricerca", in Signorini L. F. (a cura di), *op. cit.*

SIGNORINI L. F. (a cura di) (2000), *Lo sviluppo locale. Un'indagine della Banca d'Italia sui distretti industriali,* Donzelli editore, Roma

VALLINI C. (1984), *Equilibri, stati patologici e comportamenti di risanamento aziendale,* Tipografia Coppini, Firenze

VALLINI C. (1990), *Fondamenti di governo e di direzione d'impresa*, Giappichelli Editore, Torino

ZINGALES L. (2004), "L'evoluzione del settore finanziario in Europa e le sfide per il sistema italiano", in De Caprariis G., Guiso G. (a cura di), *op. cit.*