

Banche locali e private equity: quali sfide culturali e organizzative alla luce della crisi finanziaria internazionale

Massimo Arnone* e Bechi Alessandra**

*Dottore di Ricerca -Università degli Studi di Palermo- Dipartimento di Scienze Economiche Aziendali e Finanziarie (SEAF)

**Responsabile Centro di Ricerche Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI)

ABSTRACT

Keywords: crisi finanziaria, private equity, merchant banking, banche locali

Questo contributo intende descrivere gli eventuali mutamenti portati dalla crisi finanziaria globale sul mercato italiano del private equity osservando contestualmente il lato della domanda e dell'offerta caratterizzante tale comparto finanziario.

Dal lato della domanda, questo ampliamento temporale intende rispondere al tentativo di descrivere le principali le eventuali ricadute della crisi finanziaria in termini di trend di tale comparto e delle caratteristiche settoriali, dimensionali e reddituali delle imprese target.

Dal lato dell'offerta questo lavoro intende verificare se, a seguito della crisi finanziaria globale, la categoria di intermediario bancario rappresentata dalle banche locali (ossia banche di credito cooperativo e banche popolari) ha modificato il proprio modus operandi per poter assumere maggiormente la fisionomia di intermediario diversificato nelle aree di business del corporate e investment banking ed in particolare nel segmento del merchant banking.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto si è cercato di tracciare brevemente l'evoluzione del ruolo del soggetto bancario e, in particolare, della banca locale, nell'attività di private equity a sostegno delle imprese a livello nazionale realizzando due analisi: dapprima una di natura descrittiva e successivamente un'empirica.

JEL: G01, G21, G24,

Banche locali e private equity: quali sfide culturali e organizzative alla luce della crisi finanziaria internazionale

1.Introduzione

Questo contributo intende descrivere gli eventuali mutamenti portati dalla crisi finanziaria globale sul mercato italiano del private equity osservando contestualmente il lato della domanda e dell'offerta caratterizzante tale comparto finanziario.

Dal lato della domanda, si è cercato di rispondere al tentativo di descrivere le principali le eventuali ricadute della crisi finanziaria in termini di trend di tale comparto e delle caratteristiche settoriali, dimensionali e reddituali delle imprese target.

Dal lato dell'offerta questo lavoro intende verificare se, a seguito della crisi finanziaria globale, la categoria di intermediario bancario rappresentata dalle banche locali (ossia banche di credito cooperativo e banche popolari) ha modificato il proprio modus operandi per poter assumere maggiormente la fisionomia di intermediario diversificato nelle aree di business del corporate e investment banking ed in particolare nel segmento del merchant banking.

Con riferimento a quest'ultimo aspetto si è cercato di tracciare brevemente l'evoluzione del ruolo del soggetto bancario e, in particolare, della banca locale, nell'attività di private equity a sostegno delle imprese a livello nazionale.

Questo lavoro di ricerca si inserisce nell'ambito degli studi sui sistemi regionali di innovazione ed in particolare cerca di approfondire il ruolo che la finanza innovativa può esercitare nei distretti tecnologici; infatti, la disponibilità di finanziamenti all'innovazione esercita una significativa influenza sul potenziale di innovazione di una qualsiasi area territoriale e delle imprese ivi localizzate.

Al contrario, contesti in cui non si riescono a eliminare le asimmetrie informative possono generare fallimenti del mercato rallentando così l'attività innovativa.

La natura intangibile dei fattori di sviluppo dei distretti tecnologici e la mancanza di *asset* fisici per garantire linee di credito richiedono necessariamente una trasformazione delle tradizionali fonti di finanziamento delle imprese distrettuali.

Gli *asset* intangibili comportano un incremento delle asimmetrie informative nel rapporto banca-impresa e di conseguenza la necessità di ricercare nuove tecniche finanziarie capaci di garantire una copertura adeguata dei maggiori rischi caratterizzanti il finanziamento.

Le banche locali, rispetto alle altre categorie di intermediario bancario, sfruttando i propri punti di forza connessi alla vocazione territoriale delle scelte strategiche incentrate sulla filosofia del *relationship lending* godrebbero di un vantaggio nella riduzione di tali asimmetrie informative.

Un altro fattore che rende inefficace nell'ambito dei distretti tecnologici il rapporto banca-impresa può essere ricondotto alla limitata appropriabilità dell'*asset* conoscenza che rende difficile per le imprese spiegare ai soggetti finanziatori l'oggetto dei progetti di ricerca per i quali viene richiesto il finanziamento.

Le piccole e medie imprese cercano allora di aggirare questi ostacoli ricorrendo al loro margine di autofinanziamento se di importo sufficiente; in caso contrario l'assenza di autofinanziamento costituisce un serio vincolo per la crescita delle piccole e medie imprese facenti parte dei distretti tecnologici.

Un'importante strada che tali imprese possono decidere di seguire quando si trovano in queste condizioni è rappresentata dal mercato del capitale di rischio identificato più comunemente nelle tecniche finanziarie del venture capital, del private equity e del finanziamento mezzanino.

Nella prima parte di questo contributo viene proposta una review volta a delineare un quadro interpretativo dei distretti tecnologici focalizzando l'attenzione su temi centrali nella spiegazione

della genesi di un qualsiasi distretto tecnologico quali ad esempio la dimensione sistemica dell'innovazione e la concentrazione di attività innovative su base territoriale.

Nella seconda parte si conduce un'analisi dell'evoluzione delle modalità di intervento degli intermediari bancari ed in particolare delle banche locali nell'attività di private equity a sostegno delle imprese a livello nazionale.

Nella quarta parte si propone una descrizione delle principali ricadute della crisi finanziaria internazionale, scoppiata nel 2007, sul comparto finanziario del private equity con particolare riferimento alle scelte di localizzazione geografica delle imprese target e alle loro principali caratteristiche settoriali, dimensionali e reddituali in modo da poter verificare un'eventuale co-evoluzione del tessuto imprenditoriale e della finanza per l'innovazione nel territorio nazionale.

Nella terza parte si sposta l'attenzione sui servizi finanziari avanzati rientranti nell'area di business del *merchant banking* come fattori di supporto dell'attività dei distretti tecnologici con l'obiettivo principale di verificare mediante un'analisi empirica, se le banche locali operative nelle regioni di tali distretti sono in grado di offrire questi prodotti e servizi finanziari alle imprese.

2.1 Il concetto di distretto tecnologico: una rassegna della letteratura

La presentazione di una breve *review* sui distretti tecnologici (o cluster high-tech o milieu innovateur) non può prescindere dall'affrontare due tematiche essenziali: la dimensione sistemica dell'innovazione e la concentrazione di attività innovative su base territoriale.

Pertanto il contenuto di questo paragrafo può essere articolato in tre parti principali.

In una prima parte si cerca di illustrare che cosa si intende per visione sistemica dell'innovazione definendo gli elementi costitutivi di un generico sistema regionale di innovazione (Sir), gli studi empirici a loro supporto e le principali critiche mosse da alcuni studiosi agli stessi.

In una seconda parte sono messi in risalto i fattori di contesto (che contrassegnano l'identità di un'area territoriale) che incidono maggiormente sulla genesi di un sistema regionale di innovazione specializzato in settori high-tech rispetto ad un'agglomerazione di imprese sotto forma di distretto industriale.

Nella parte conclusiva ci si sofferma su quei sistemi regionali di innovazione che assumono la fisionomia di distretti tecnologici proponendo un quadro interpretativo dei distretti tecnologici cercando di mettere in risalto le principali differenze rispetto ai distretti industriali.

Questo modo di procedere è motivato dal fatto che sistemi regionali di innovazione e distretti tecnologici non possono essere considerati come sinonimi anche se entrambi i concetti riguardano un'area geografica di dimensione regionale, contribuendo a delineare la disomogenea geografia dell'innovazione.

L'enfasi sulla visione sistemica dell'innovazione ha origini molto lontane come è testimoniato dai contributi di Schumpeter (1912), dagli economisti facenti parte del filone di ricerca evoluzionista quali ad esempio Nelson e Winter (1982), Dosi (1998, 2000), Teece e Pisano (1994).

I lavori appena menzionati sottolineano la significativa incidenza nella genesi e soprattutto nello sviluppo di un qualsiasi sistema regionale di innovazione di fattori quali il primato delle imprese, delle loro risorse e competenze rispetto ad altri fattori di contesto di provenienza esterna.

In contrapposizione a questi lavori ci sono stati altri autori, Lundwall (1992, 2002), Nelson (1993), Cooke (1997, 1998), Malerba (2000), Crespi e Pianta (2007), che, nel tentativo di argomentare il funzionamento dei sistemi regionali di innovazione, hanno preso in considerazione anche aspetti attinenti all'ambiente esterno in cui operano le imprese, mettendo in risalto la dimensione sociale e il ruolo cruciale dei processi di apprendimento.

In particolare Cooke (1997, 1998), agli inizi degli anni Novanta, effettuando un confronto tra la sua regione d'origine il Galles e la tecnopoli della Silicon Valley, sosteneva che per rendere più efficaci le politiche alla base della creazione di poli high-tech anche nel territorio francese fosse necessario abbandonare il modello prevalente di innovazione di tipo lineare, centralizzato e gerarchizzato e andare verso un modello non lineare, decentralizzato e non gerarchico.

Per questo autore un sistema regionale di innovazione è un sistema in cui le imprese assieme ad altre organizzazioni sono sistematicamente coinvolte in un processo di apprendimento interattivo nell'ambito di uno specifico sistema territoriale-istituzionale che le racchiude.

Pertanto da questa definizione appaiono tre elementi chiave: l'apprendimento interattivo in cui la conoscenza viene concepita come patrimonio collettivo appartenente a diversi attori del sistema produttivo, il sistema territoriale visto come sistema aperto e complesso che implica regole, valori e risorse umane e materiali condivise ed infine i processi economici e conoscitivi che si svolgono tra e nelle imprese, ma che hanno anche una rilevante dimensione sociale.

Per Edquist(1997) un sistema di innovazione deve includere tutti gli attori che partecipano allo sviluppo dell'innovazione.

Per Nelson e Rosenberg(1993) il sistema di innovazione è un set di attori istituzionali che, insieme giocano un ruolo centrale nell'influenzare le performance innovative.

Per Andersson e Karlsson(2004) un sistema di innovazione deve enfatizzare il ruolo di tutti gli attori pubblici e privati che contribuiscono a creare e diffondere le innovazioni, i legami formali e informali tra gli attori, i flussi di risorse conoscitive che si trasmettono tra gli stessi, l'importanza dell'apprendimento come fattore chiave di sviluppo economico.

Secondo Asheim e Isaksen(1997; 2002) un sistema regionale di innovazione è composto dalla combinazione di una struttura produttiva(tecnico-economica) e di un'infrastruttura istituzionale(politico-istituzionale, ovvero di un cluster produttivo cui si affianca una struttura di governante.

Pertanto il cluster produttivo è un elemento necessario ma non sufficiente per poter parlare di sistema regione di innovazione; infatti, è indispensabile che siano presenti delle infrastrutture istituzionali che rappresentino la cornice alle attività di produzione, scambio, consumo e innovazione (come evidenziato anche da North (1990)).

Riducendo l'incertezza esse facilitano lo scambio della conoscenza e plasmano norme, regole e leggi che determinano la performance di un sistema innovativo.

Secondo Malerba (2000) all'interno di un qualsiasi sistema regionale di innovazione è possibile distinguere i seguenti principali attori coinvolti: le imprese, il settore pubblico, le istituzioni che a vario titolo, pubblico o privato, svolgono attività di ricerca (tra le quali troviamo ovviamente le università), il sistema finanziario.

Affianco di questi autori vi sono anche le regole, le consuetudini e le convenienze che aiutano a modellare l'identità del sistema regionale di innovazione e a determinarne le forme di interazione.

Un altro aspetto che emerge dai lavori di Cooke (1998) è la presenza di diverse tipologie¹ di sistemi di innovazione.

È possibile distinguere tra sistemi regione di innovazione ad alto potenziale e a basso potenziale sulla base della presenza di una serie di elementi classificabili in due gruppi: condizioni finanziarie e infrastrutturali da un lato, e, dall'altro, le sovrastrutture di tipo culturale.

Nel primo gruppo rientrano la capacità autonoma di spesa di una regione, la presenza di una finanza privata sviluppata, il controllo di infrastrutture strategiche, la presenza di università, centri di ricerca e laboratori e di una strategia di ricerca a livello regionale.

Nell'ambito del secondo gruppo troviamo elementi di cultura istituzionale di tipo cooperativo, associativo e di disposizione ad apprendimento e cambiamento nonché di tipo organizzativo sia a livello di aziende che di amministrazioni pubbliche.

La presenza di tutte queste caratteristiche permette di individuare un sistema regionale di innovazione con un forte potenziale.

Un'altra classificazione dei sistemi regionali di innovazione, proposta da Braczyk, Cooke e Heidenreich (1998), punta l'accento sulla presenza di specifici modelli di governance dei processi di trasferimento tecnologico all'interno di un sistema regione di innovazione.

Gli autori distinguono tra sistemi regionali di innovazione di tipo *grassroots*, quelli di tipo *network* e infine quelli di tipo *dirigiste*.

¹ "Dolorex (2002)".

I sistemi regionali del primo tipo sono contraddistinti da un processo di trasferimento tecnologico organizzato a livello locale mediante procedure piuttosto semplificate.

Il secondo tipo si basa su un trasferimento di tipo multilivello dunque locale, regionale, nazionale e globale simultaneamente.

Infine il terzo tipo è definito come prodotto di politiche di trasferimento centralizzate e *top-down*.

Asheim e Isaksen (1997) utilizzano come criterio di classificazione la coesione sociale.

Il primo gruppo di questa classificazione è quello dei Sir territorialmente delimitati in cui le aziende presenti sfruttano soprattutto i vantaggi agglomerati derivanti dalla prossimità territoriale senza interagire più di tanto con le infrastrutture preposte alla creazione e diffusione di conoscenza².

Il secondo gruppo è rappresentato dai sistemi di innovazione connessi a livello regionale: questa volta le imprese si connettono anche ad altre tipologie di organizzazioni, ma sempre sulla base di interazioni locali.

Tuttavia in questo secondo gruppo cominciano a emergere caratteristiche di pianificazione attraverso il rafforzamento delle infrastrutture istituzionali a livello regionale per esempio in termini di enti che si occupano di ricerca e sviluppo, di organizzazioni che supportano la formazione dei lavoratori, di altre organizzazioni locali che cooperano con le aziende nei processi innovativi.

Tutto ciò determina una maggiore cooperazione di tipo pubblico-privato per quanto riguarda la capacità innovativa del sistema.

Questa tipologia presenta caratteristiche superiori rispetto alla precedente in quanto la chiude entrambi gli elementi che abbiamo definito cruciale affinché si possa parlare di sistema regionale di innovazione ovvero i cluster di imprese da un lato, e le istituzioni di supporto ai processi di apprendimento e innovazione dall'altro³.

A differenza della prima tipologia, il ruolo della conoscenza nei processi produttivi è maggiore e le innovazioni sono di tipo tecnologico in grado di combinare conoscenza analitica e sintetica.

Questa tipologia di Sir sembra caratterizzare perlopiù le industrie emergenti, mentre il primo tipo di Sir caratterizza più spesso i settori maturi.

Infine il terzo gruppo è rappresentato dai sistemi nazionali di innovazione regionalizzati che si distinguono dai precedenti per due ragioni.

Innanzitutto sia le imprese che le infrastrutture istituzionali sono parte di un network che non è soltanto locale, ma è più esteso, di dimensione nazionale e internazionale, e le attività innovative avvengono in collaborazione anche e soprattutto con attori al di fuori dei confini regionali.

Si tratta dunque di un modello di sviluppo più esogeno rispetto al precedente in cui gli attori e fattori esterni assumono un ruolo rilevante.

Il secondo aspetto di differenziazione riguarda il flusso del processo innovativo che richiama di più un modello di tipo lineare.

Coinvolge perlopiù conoscenza del tipo formale nell'ambito di specifici progetti volti allo sviluppo d'innovazione di tipo radicale in campo scientifico tecnologico.

L'appartenenza alla stessa comunità locale ha meno peso rispetto alle funzioni di R&S di università, enti di ricerca grandi aziende rispetto all'appartenenza a comunità scientifiche di tipo più ampio nazionale o internazionale⁴.

In questa tipologia di intervento pubblico ha perlopiù un ruolo *ex ante* nel senso che contribuisce a promuovere lo sviluppo di cluster basati su nuovi settori.

Il secondo aspetto caratterizzante la genesi e il successo di un sistema regionale di innovazione, come abbiamo sottolineato all'inizio del presente paragrafo, è la concentrazione territoriale di attività produttive e innovative.

Questo tema ha anche esso origini molto lontane nell'ambito della letteratura economica; infatti, già Marshall nel 1920, trattando delle fabbriche tessili del Lancashire e di quelle metallurgiche di Sheffield degli ultimi decenni del XIX secolo, utilizzava l'espressione "*industrial districts*".

² "In questa tipologia rientrano i distretti industriali di Pmi localizzati in Emilia-Romagna e nel Veneto".

³ "Il modello è più presente in paesi quali Germania, Austria e paesi nordici".

⁴ "Un esempio di questa tipologia è dato dai parchi scientifici e tecnologici o dai tecnopoli in cui solitamente si raggruppano enti di ricerca pubblici e privati che si localizzano in prossimità di università".

Secondo l'economista le piccole medie imprese dei distretti industriali erano in grado di tenere il passo del cambiamento tecnologico e di competere con imprese di maggiori dimensioni grazie alla presenza di economie esterne ossia di un'atmosfera industriale fattore importante per il successo delle imprese distrettuali.

Tale atmosfera industriale risultava da un miscuglio di conoscenza, di valori, di comportamenti sociali ed istituzioni profondamente radicati nell'area considerata e veniva continuamente alimentata da relazioni face-to-face incentrate sulla fiducia tra imprese, lavoratori, fornitori.

Ancor prima di Marshall, nell'ambito della branca dell'economia denominata "Economia regionale" i fattori geografici analizzati per spiegare la genesi di agglomerazioni industriali erano stati oggetto di altri contributi quali ad esempio i lavori di Von Thunen (1826) e Weber (1909), Christaller (1933) e Losch (1940), Isard (1940) e Henderson (1974).

A partire dagli anni 90 Paul Krugman dà avvio al filone della "Nuova geografia economica".

Egli riprende l'approccio delle economie esterne di Marshall introducendo le economie di agglomerazione che, agendo come forze centripete, si manifestano sottoforma di esistenza di un pool di manodopera specializzata, di legami a monte e a valle della catena del valore sia in termini di disponibilità di input intermedi a costi più bassi che di miglior accesso ai mercati di sbocco ed anche di spillover conoscitivi generati dalla maggiore facilità con cui circolano i flussi di informazioni sulle brevi distanze rispetto alle grandi.

Le economie di agglomerazione sono così individuate:

- 1) Esistenza di un pool di manodopera specializzata;
- 2) Legami a monte e a valle della catena del valore sia in termini di disponibilità di input intermedi a costi più bassi che di migliore accesso ai mercati di sbocco;
- 3) *Spillover conoscitivi*⁵ dovuti alla maggiore facilità con cui circolano i flussi di informazioni sulle brevi distanze rispetto alle grandi.

Secondo Krugman accanto a tali forze centripete agiscono anche forze centrifughe quali ad esempio l'immobilità di alcuni fattori e di alcuni mercati, gli elevati costi dei fattori produttivi (terra, costi di congestione o diseconomie esterne) che vanno a contrapporsi ad esse, determinando, a seconda della posizione di partenza e dell'intensità delle forze in gioco, la dispersione/concentrazione geografica delle attività produttive ovvero la dinamica centro-periferia⁶.

La geografia economica ha seguito anche altri variegati percorsi, ad esempio, a partire dagli anni 80 è fiorito il filone della letteratura relativa distretti industriali di Pmi avente come capostipite in Italia Giacomo Beccattini (1979, 1989, 2000, 2002) e che ha contraddistinto gli ultimi quarant'anni del ventesimo secolo (Bellandi 1982, 2003, Brusco e Paba 1997).

Concludiamo questo paragrafo cercando di fornire un quadro interpretativo di una realtà-caso particolare di sistema regione di innovazione ossia i distretti tecnologici.

Tutti i contributi che cercano di fornire una definizione di distretto tecnologico mettendo in risalto i principali aspetti fondamentali per la loro genesi e il loro corretto funzionamento possono essere accomunati da una matrice comune rappresentata dal modello della triplice elica introdotto da Etzkowitz e Leydesdorff (1997).

Questo modello è ampiamente utilizzato dai policy maker europei e nazionali come il background teorico di riferimento per la definizione e l'implementazione di politiche per l'innovazione e il lancio di iniziative distrettuali.

⁵ "Maskell e Malmberg 1999, Jaffe, Trajtenberg e Henderson 1993, Audreusch e Feldman 1992, Storper 1993, Camagni 1991, Aydalot 1986)".

⁶ "Il filone di letteratura così inaugurato (Fujita e Krugman 1995, Fujita e Mori 1996, Martin e Ottaviano 1999, Nuccio 2007) si è occupato anche di rivisitare le precedenti teorie di localizzazione economica alla luce dei nuovi strumenti analitici e si è spesso intrecciato anche con gli studi sul commercio internazionale sostituendo alle regioni i paesi e utilizzando il modello teorico centro-periferia come metafora della storia economica del mondo: a diminuire dei costi di trasporto si è verificato la polarizzazione tra centro manifatturiero (Nord del mondo) e periferia agricola (Sud del mondo) per poi disperdersi man mano che anche la periferia si industrializzava".

Questo modello teorico è così denominato dal momento che poggia le sue basi sulla necessità per la crescita di un qualsiasi sistema economico locale della continua interazione tra tre eliche identificate nei tre macro attori presenti localmente: Stato, Industria e Università.

L'interazione tra questi attori può essere diretta o mediata dalla presenza di intermediari quali ad esempio agenzie di sviluppo, centri per l'innovazione, centri per il trasferimento tecnologico incubatori di impresa, intermediari finanziari (banche e venture capitalist).

Tripoli(2004), Lazzeroni (2004) e Schiavone(2008) nel definire i distretti tecnologici sottolineano due aspetti chiave nella costituzione di un qualsiasi polo *high-tech* ovvero i meccanismi di agglomerazione e la predominanza di attività/settori *high-tech* o più comunemente denominati *science-based*.

Feldman e Francis (2002) hanno introdotto il concetto di "*imprenditorialità latente*" indicando con questa espressione la presenza nel territorio oggetto di osservazione di soggetti portatori di idee al alto contenuto innovativo.

Vincenzo Rullani(2000), esperto del filone di studi afferente all'economia industriale denominato "*economia della conoscenza*", sostiene che non è molto corretto utilizzare come sinonimi distretti e cluster dal momento che il secondo termine pone maggiormente l'attenzione sulle economie di agglomerazione (oggetto di numerosi studi di quel filone scientifico denominato *Nuova Geografia Economica* capitanato in primis da Paul Krugman⁷) e meno sulla tipologia settoriale di riferimento (ovvero sulla presenza di settori *science-based*).

Secondo questo autore l'azione delle economie di agglomerazione si manifesta grazie al fatto che la loro presenza non fa altro che aumentare l'interesse degli investitori esterni e delle imprese su quello specifico territorio e orientando in tal modo le loro scelte localizzative.

Piccaluga(2003), si differenzia da Tripoli e Rullani perché affianca alla specializzazione settoriale fattore fondamentale nella genesi di un qualsiasi distretto high-tech, il concetto di fertilità della ricerca scientifica e tecnologica grazie alla presenza di una filiera nella quale *i risultati di tale attività di ricerca possano trovare applicazione*".

In particolare questo autore, utilizzando l'espressione "research driven", sottolinea che non è necessaria per il successo del distretto tecnologico la compresenza nello stesso territorio di attori che producono conoscenza (ad esempio Università e Centri di Ricerca) e soggetti che invece beneficiano di tale conoscenza.

Un autorevole precedente all'approccio di Piccaluga e di Rullani è rappresentato dall'aziendalista Michel Porter(1998) che, per la definizione di distretti tecnologici, pone l'accento sul concetto di "*input sharing*" da considerarsi come l'opportunità di condivisione di input specializzati(componentistica, macchinari e servizi) grazie alla vicinanza con fornitori localizzati nella stessa area di operatività del distretto.

In tal modo la presenza di una consistente prossimità geografica renderà conveniente l'approvvigionamento dei fattori produttivi (minori costi di transazione) e al contempo una rilevante prossimità di tipo relazionale renderà il processo produttivo molto più veloce grazie alla presenza di rapporti *face-to-face* fondati sul concetto di fiducia relazionale.

Pertanto la definizione di cluster utilizzata da Porter comprende sia l'estensione verticale delle attività ovvero quella rivolta verso i canali di distribuzione e i clienti che l'estensione orizzontale cioè quella rivolta verso le imprese legate al cluster da conoscenze, tecnologie e input comuni.

Cooke e Huggins(2001), Bresnahan, Gambardella e Saxenian(2001) più che soffermarsi sui fattori di specializzazione settoriale e sulla prossimità geografica delle imprese si soffermano invece sul ruolo esercitato dall'Università, Centri di Ricerca e dalle Istituzioni che operano come infrastrutture localizzate di supporto all'attività delle imprese.

⁷ "Egli riprende l'approccio delle economie esterne di Marshall introducendo le economie di agglomerazione che, agendo come forze centripete, si manifestano sottoforma di esistenza di un pool di manodopera specializzata, di legami a monte e a valle della catena del valore sia in termini di disponibilità di input intermedi a costi più bassi che di miglior accesso ai mercati di sbocco ed anche di spillover conoscitivi generati dalla maggiore facilità con cui circolano i flussi di informazioni sulle breve distanze rispetto alle grandi. Secondo Krugman accanto a tali forze centripete agiscono anche forze centrifughe quali ad esempio l'immobilità di alcuni fattori e di alcuni mercati, gli elevati costi dei fattori produttivi (terra, costi di congestione o diseconomie esterne) che vanno a contrapporsi ad esse, determinando, a seconda della posizione di partenza e dell'intensità delle forze in gioco, la dispersione/concentrazione geografica delle attività produttive ovvero la dinamica centro-periferia".

Pertanto questi due autori partendo dalla definizione di Porter la ampliano introducendo accanto agli aspetti di natura statica anche alcuni di natura dinamica.

Per fattori statici questi due autori fanno riferimento alla disponibilità di risorse sia tecnologiche, umane e finanziarie e quindi le loro competenze distintive, mentre per fattori dinamici indicano la capacità delle imprese facenti parte del distretto di organizzare secondo criteri di efficienza tutti questi fattori statici rispondendo adeguatamente agli stimoli provenienti dall'esterno.

È la dinamicità degli attori operanti localmente all'interno del distretto ovvero questa capacità di trasformarsi da spettatori passivi degli eventi a soggetti attivi che organizzano e coordinano i diversi stadi dei processi di sviluppo del distretto tecnologico, la chiave di interpretazione del successo del distretto.

Maskell(2001) riprende la definizione di Cooke e Huggins ma in più sottolinea quanto sia importante per lo sviluppo di un distretto tecnologico non soltanto a livello locale ma soprattutto per acquistare una maggiore visibilità internazionale, la presenza di una struttura di *governance* che svolga all'interno del distretto funzioni di coordinamento.

Pertanto il distretto tecnologico è allo stesso tempo un modello di sviluppo spontaneo ed organizzato.

Anche Storper(1997) supera la definizione di Porter e pone la sua attenzione sulle relazioni di cooperazione basate su aspetti cognitivi, culturali, psicologici, sociologici che facilitano il trasferimento di conoscenza tra gli attori del distretto tecnologico.

Una definizione che racchiude un po' tutte quelle esposte sino a questo momento viene fornita da un Gruppo di Ricerca di UNIONCAMERE coordinato da Andrea Bonaccorsi e Francesco Nesci(2006).

Questi ultimi, infatti, utilizzano il termine "*bacini di competenze*" ovvero sistemi territoriali caratterizzati dalla compresenza sia di capitale umano dotato di conoscenze tecnologiche altamente specializzate spendibili nel processo produttivo sia di figure professionali con valide competenze di *general management*.

Questa compresenza di conoscenze e competenze può realizzarsi tramite due differenti tipi di organizzazione che il distretto tecnologico può assumere: distretti tecnologici senza centro o senza impresa guida e distretti tecnologici con struttura piramidale.

Nel primo caso si utilizza il termine senza centro per indicare un tipo di distretto tecnologico la cui storia non è assolutamente legata a quella di una grande impresa *hi-tech* presente al suo interno; in altre parole manca una struttura di *governance*⁸ che coordini tutte le dinamiche sia cognitive che produttive locali che si manifestano all'interno del distretto.

Questo modello di distretto tecnologico ricorda il tradizionale distretto *marshalliano* dove ogni soggetto aziendale coinvolto al suo interno ha le competenze e le capacità necessarie per organizzare efficientemente i principali aspetti connessi alla gestione di una qualsiasi attività innovativa ad alto contenuto tecnologico ad esempio l'innovazione organizzativa (più che l'innovazione di prodotto), l'internazionalizzazione produttiva o mercantile mediante rapporti di *partnership*, la ricerca e sviluppo, il marketing territoriale, alleanze per il lancio di nuove imprese da finanziare tramite il *venture capital*⁹ ecc----

⁸ "L'organo che in genere si occupa del coordinamento dell'attività dei distretti tecnologici assume la forma giuridica di Fondazione o Società consortile; ad esempio, la Fondazione Torino Wireless per il distretto piemontese, la Società Veneto Nanotech per il distretto veneto, la Società Imast del distretto campano sui materiali polimerici, la Società CBM del distretto friuliano sulla biomedicina molecolare e le S.I.I.T. scpa del distretto pugliese. Queste strutture che spesso hanno come soci la Regione, gli Enti Locali, le Università ed i Centri di Ricerca, rappresentanti della Finanza e dell'Industria del territorio, hanno il compito di definire le strategie del distretto, di coordinarne le attività, nell'ambito dei filoni di intervento e degli impegni di finanziamento stabiliti negli Accordi di Programma Quadro. In alcuni casi, la funzione di governance è stata affidata ad Agenzie di Sviluppo regionale come ad esempio nel distretto laziale governato dall'Agenzia FILAS e nel distretto Hi-Mech in Emilia-Romagna coordinato dal Consorzio ASTER, oppure agli stessi uffici della Regione come nel caso dei distretti lombardi".

⁹ "A tal proposito tutte le regioni tranne il Trentino Alto Adige sono dotate di parchi scientifici e tecnologici. Con riferimento allo stato attuale di fondi di capitale di rischio, sicuramente un'esperienza di successo è rappresentata dal fondo di *seed capital* Piemontech dedicato al distretto tecnologico piemontese, il Fondo Innogest Capital, nato in collaborazione con Ersel Spa, per finanziare il segmento early stage in Piemonte, da Finlombarda che rappresenta un'esperienza di eccellenza anche per la costituzione del fondo Next, esperimento assoluto in Italia, sul modello dell'israeliano Yozma Group, da fondo di investimento Friulia nel Friuli Venezia Giulia, dal Consorzio Fidi Toscana, dalla finanziaria Filas nella regione Lazio che mette anche a disposizione un fondo di capitale di rischio ed infine in Sardegna è presente un fondo denominato Società finanziaria regione Sardegna (Sfirs) fondo di garanzia e per il microcredito. In particolare il Fondo Yozma costituito dal Governo israeliano nel 1993, ha operato secondo il meccanismo di Fondo dei fondi investendo in nuovi fondi di venture capital (ovvero fondi figli) caratterizzati dai seguenti requisiti: uno degli investitori doveva essere un operatore estero, un altro investitore doveva essere un partner locale con consistenti possibilità finanziarie, il focus

L'assetto organizzativo di tipo piramidale invece si fonda sulla presenza di rapporti di sub-fornitura che la grande impresa hi-tech presente all'interno del distretto stipula con le altre piccole imprese locali.

Pertanto in questa struttura organizzativa trova espressione la logica denominata "*hub and spoke*" o "*industry driven*", dove è la grande impresa (che talvolta è identificata in una multinazionale che si occupa della formazione delle PMI locali e della gestione delle dinamiche produttive) ad assumere la fisionomia di "*main contractor*" promuovendo attività di decentramento, dando vita ad un sistema di subfornitura a livello locale (dove le PMI sono "*subcontractor*" di secondo e terzo livello).

Le considerazioni espresse sino a questo punto hanno permesso di comprendere con maggiore chiarezza perché alcuni autori utilizzano l'espressione "*Knowledge intensive entrepreneurship networks*" come sinonimo del generale termine distretto tecnologico.

A questo proposito Schiavone(2008) ha proposto una tassonomia riguardante la diversa natura che la conoscenza può assumere all'interno di ciascun distretto tecnologico sulla base del corrispondente grado di appropriabilità.

La conoscenza proprietaria o *firm specific* è strettamente correlata con il grado di specializzazione tecnologica della singola impresa presente localmente e ne costituisce il suo valore competitivo (in termini di esperienze e capacità delle sue risorse umane).

Le imprese del distretto tecnologico per poter acquisire questo tipo di conoscenza possono seguire due alternative che però non si escludono vicendevolmente: la gestione della formazione delle risorse umane per via interna e l'approvvigionamento di capitale umano proveniente dall'esterno del distretto.

La prima modalità di realizzazione della gestione della conoscenza *firm specific* è più adatta a quelle imprese facenti parte di un distretto tecnologico ormai maturo dove si è ormai venuto a creare un solido network relazionale tra la grande impresa guida e le piccole imprese locali.

Qualora le piccole imprese sono ancora alla scoperta della loro specializzazione settoriale ovvero sono in fase di start-up (stadio embrionale ad alto rischio) i tempi dell'intervento dell'impresa guida sarebbero molto più lunghi e ritarderebbero il passaggio allo stadio successivo di crescita.

La grande impresa, essendo a conoscenza del *training* formativo che farà svolgere al nuovo dipendente, troverà più conveniente assumere personale che ha da poco terminato il proprio percorso accademico nelle università locali piuttosto che coloro che provengono da altre aziende.

Sempre nell'ambito di questa modalità di approvvigionamento delle risorse umane qualificate la grande impresa *hi-tech* può contribuire al miglioramento cognitivo del proprio capitale umano offrendo anche a persone già impiegate al suo interno tutta una serie di occasioni di arricchimento del proprio set di conoscenze/competenze ad esempio mediante corsi specialistici di aggiornamento, turnover delle mansioni svolte all'interno del distretto (tramite *job rotation* e/o *job enlargement*) e infine interazione lavorativa con individui esterni al distretto.

Questa ultima occasione di miglioramento cognitivo degli attori del distretto riconduce direttamente alla seconda modalità di approvvigionamento di capitale umano qualificato rivolta principalmente a personale che ha già maturato un'esperienza lavorativa presso aziende esterne al distretto che però ne condividono la stessa specializzazione settoriale.

Proprio per come è stata definita è facile comprendere che essa assume una maggiore rilevanza nella fase embrionale della impresa presente all'interno del distretto ovvero nella definizione della *business idea*.

La conoscenza localizzata o *partner specific* non è più caratterizzata da un accesso esclusivamente limitato alla singola impresa che ne è in possesso (a differenza della conoscenza *firm specific*) ma rappresenta l'output cognitivo frutto della condivisione di esperienze e competenze con altri soggetti aziendali del distretto.

di investimento esclusivo del fondo figlio dovevano essere start-up high-tech. Secondo stime fornite dall'AIFI(2004) l'impatto di tale fondo sull'economia israeliana è stato notevole; infatti, mentre nel 1992 esisteva un solo fondo di venture capital si è giunti a dieci fondi nel 2000 e la disponibilità di capitale di rischio per nuove imprese ad alta tecnologia è stata stimata tra i 4 ed i 5 miliardi di dollari. Inoltre le elevate performance registrate dai fondi creati attraverso il fondo Yozma hanno poi indotto gli investitori ad acquistare la quota governativa di questi fondi".

Questa condivisione di conoscenze/competenze si realizza mediante l'attivazione di alleanze interorganizzative oppure di un processo di trasferimento tecnologico che diviene il processo cognitivo meglio rappresentativo dell'apprendimento interorganizzativo tra imprese hi-tech.

Questa seconda tipologia di conoscenza si contraddistingue per una maggiore incidenza nella selezione della filiera industriale (impatto con il mercato) dove dovranno trovare applicazione i risultati dell'attività di ricerca e sviluppo.

La conoscenza come bene pubblico o *network specific* rappresenta un'estensione della precedente dal momento che essa rappresenta il risultato cognitivo derivante non solo dalla semplice condivisione di conoscenze/competenze locali (questa è la conoscenza *partner specific*) bensì anche quello che proviene dalla costituzione di tutte le reti formali e informali all'interno del distretto tecnologico e il cui utilizzo è impedito ad attori esterni.

Questa capacità relazionale identifica una sorta di vantaggio competitivo che accomuna tutte le imprese, istituzioni pubbliche, università e centri di ricerca (dal momento che non ci sono dei limiti all'appropriabilità di tale conoscenze/competenze) operanti all'interno del distretto rispetto ai soggetti aziendali esterni alla rete hi-tech.

Queste ultime considerazioni espresse in merito alla natura della conoscenza *network-specific* fanno comprendere che essa assume una maggiore rilevanza invece nella fase di sviluppo di un qualsiasi progetto di ricerca e sviluppo all'interno del distretto (stesura di un completo *business plan* e avvio della nuova impresa).

È questa ultima tipologia di conoscenza che fa la differenza rispetto ai distretti tradizionali industriali; infatti, in questi ultimi tali attori avevano un rilevanza marginale.

In particolare Schiavone(2008) riprendendo gli studi di Piccaluga(2003) afferma che il ruolo delle istituzioni pubbliche all'interno dei distretti tecnologici può assumere diverse fisionomie a seconda della natura di distretto al quale si rivolgono mediante i loro interventi.

Nei distretti tecnologici emergenti, l'intervento delle istituzioni pubbliche è finalizzato dapprima al rafforzamento, mediante delle discontinuità positive, dei poli di ricerca presenti localmente (valutati come profili di eccellenza) e del sistema imprenditoriale e successivamente all'attivazione di meccanismi formali e informali per facilitare la diffusione della conoscenza *network specific*.

Nei distretti tecnologici potenziali le istituzioni pubbliche devono, una volta individuate quelle aree locali che hanno un consistente potenziale di crescita futura, cercare di canalizzarle verso specifici settori di specializzazione.

In un certo senso questi interventi sono rivolti a tutte quelle imprese che sono presenti localmente caratterizzate da un certa vocazione imprenditoriale ma che ancora non sono in possesso di conoscenza *firm specific*; non poggiano il loro vantaggio competitivo sul possesso di conoscenza specialistica avanzata e quindi non hanno ancora compreso quale debba essere il loro sentiero di specializzazione.

Nei distretti tecnologici già esistenti le decisioni delle istituzioni pubbliche sono orientate prevalentemente al consolidamento di tutte le reti formali e informali che facilitano la condivisione della conoscenza tra tutti gli attori del distretto.

Pertanto questa ultima tipologia di interventi è rivolta esclusivamente a tutte quelle imprese che sono in uno stadio avanzato del loro ciclo di vita ovvero tutte quelle imprese che hanno un minor grado di rischiosità e che sono in possesso di un consistente bagaglio di esperienze/competenze da mettere a disposizione di tutti gli altri soggetti aziendali del distretto.

Grazie a questi interventi pubblici la conoscenza che circola all'interno del distretto è sia di tipo *partner specific* che *network specific*.

Alla luce di quanto detto sino a questo momento, a differenza dei distretti tradizionali industriali, nei distretti tecnologici assume un ruolo chiave il concetto di innovazione intra-organizzativa.

Questa espressione definisce la capacità delle imprese presenti all'interno del distretto di valorizzare le loro conoscenze/competenze (quelle *firm-specific*) individuando i corrispondenti sentieri di sperimentazione dove possono trovare applicazione ma soprattutto di arricchirle grazie alla continua interazione con gli altri partner interni ed esterni al distretto *hi-tech* (portavoci di conoscenze *partner-specific* e *network specific*).

Questa capacità di coordinare le varie conoscenze/competenze dei soggetti aziendali coinvolti nelle dinamiche locali del distretto rappresenta un'attività core per un suo sviluppo sostenibile¹⁰ e pone l'accento sulla natura multiforme dei distretti tecnologici.

2.2 Evoluzione del modello di intervento delle banche locali nell'attività di private equity

In questo paragrafo¹¹ si intende tracciare brevemente il ruolo del soggetto bancario e, in particolare, della banca locale, nell'attività di private equity a sostegno delle imprese a livello nazionale.

La regolamentazione e la legislazione in materia hanno condizionato il ruolo degli istituti di credito nel mercato del capitale di rischio.

In Italia fu la Delibera CICR, e la relativa Circolare della Banca d'Italia del 1987, che abilitò le aziende di credito ad investire nel capitale di rischio di imprese industriali. L'attività poteva essere svolta solo indirettamente, tramite società di intermediazione finanziaria di diretta emanazione, le cosiddette merchant bank.

Successivamente il Testo Unico Bancario (D. Lgs. n. 385/93) superò definitivamente il principio della "separatezza tra banca e industria" e rese possibile alle banche assumere partecipazioni dirette in imprese non finanziarie.

Nello svolgimento di tale attività alcuni vincoli furono imposti a tutela dei rischi a cui la banca poteva essere esposta, attraverso l'individuazione di percentuali massime di investimento, sia con riferimento al patrimonio di vigilanza della banca, sia con riferimento al capitale dell'impresa partecipata (Forestieri, Corbetta 1996).

I principi introdotti dal Testo Unico Bancario comportarono, per molte merchant bank, una spinta alla razionalizzazione del comparto attraverso l'internalizzazione dell'attività di assunzione di partecipazioni nel gruppo di riferimento, con lo smantellamento delle strutture operative esistenti.

Peraltro il 1993 fu anche l'anno della nascita della legislazione sui fondi mobiliari chiusi (Legge n. 344 del 14 agosto 1993 Gervasoni, Bechi 2007). Diversi istituti bancari iniziarono a promuovere, attraverso Società di Gestione del Risparmio specializzate, di loro emanazione, l'attività di investimento nel capitale di rischio delle imprese, collocando, presso la propria clientela, quote di fondi mobiliari chiusi dedicati.

In qualche modo le banche ebbero la funzione di volano dell'attività di investimento nel capitale di rischio, sia sul fronte degli interventi diretti, attraverso la creazione di divisioni specializzate, sia promovendo l'attività di investimento tramite la nascita dei primi fondi mobiliari chiusi, destinati alla clientela retail (Bracchi, Bechi 2005).

Di fatto, sembra che oltre al ruolo "pionieristico" nell'impiego di strumenti finanziari innovativi, un compito decisivo sia stato svolto da parte del soggetto bancario, come partner privilegiato dell'azienda, nella diffusione della cultura del capitale di rischio presso la classe imprenditoriale.

Gli operatori di origine bancaria hanno, quindi, generato una spinta propulsiva iniziale alla crescita del numero degli operatori del mercato del private equity, fino a rappresentare il 50 per cento circa

¹⁰ "In termini di sviluppo dei distretti tecnologici, Nicolais(2006) e Mele(2008) hanno distinto tre diversi modelli di sviluppo:

1. Il modello "accelerazione delle PMI": dove il tessuto industriale è molto parcellizzato di piccole e medie imprese ed il distretto costituisce il punto di riferimento per il trasferimento di nuove conoscenze e tecnologie, per la disponibilità di servizi reali e l'accesso alla finanza; è il caso, ad esempio, del distretto Torino Wireless;
2. Il modello "corporate research center": dove grandi imprese non in competizione tra loro cooperano con Università, Centri di ricerca su progetti di R&S comuni; è il caso del distretto Imast campano che si configura come una holding di laboratori di ricerca pubblico-privati in cui i ricercatori sono impegnati nel settore dell'ingegneria dei materiali polimerici ma con diverse applicazioni, quali ad esempio l'aeronautica, l'automobilistico, il ferroviario, l'elettronica. Pertanto la strategia di Imast si basa, dunque, sullo sviluppo di nuove tecnologie da applicare prioritariamente ai prodotti/processi delle grandi imprese soci del distretto;
3. Il modello "attrazione e creazioni degli investimenti": dove il distretto si contraddistingue per una forte competenza accademica mentre è carente di una base industriale rilevante nel territorio in cui opera. In tal caso le strategie di sviluppo sono orientate sia ad attrarre investimenti nell'area sia a supportare la creazione di nuove imprese spin-off in maniera tale da poter valorizzare i risultati della ricerca pubblica. Tale modello caratterizza la maggior parte dei distretti tecnologici italiani".

¹¹ "Il paragrafo 2.2 e il paragrafo 3 sono stati curati dalla dott.ssa Alessandra Bechi"

del totale alla fine degli anni Ottanta e assestandosi su una quota pari a circa il 30 per cento del mercato verso la fine degli anni Novanta.

Dopo il 2000 la presenza delle divisioni bancarie rispetto al numero complessivo degli operatori ha iniziato a calare per effetto della creazione di fondi chiusi di emanazione degli stessi gruppi creditizi di riferimento.

Recentemente anche quest'ultima tendenza si è interrotta, in presenza di una riduzione del numero di SGR promosse dal settore bancario e di una crescita della rilevanza degli operatori indipendenti (**Banca d'Italia** 2009).

In particolare, secondo i dati diffusi annualmente nelle Relazioni di Banca d'Italia, si è passati da 19 SGR bancarie¹² specializzate in private equity, su 40 SGR di private equity attive nel 2004, a 11 SGR di emanazione bancaria, rispetto al numero complessivo di 59 SGR attive nel private equity a fine 2010.

Riguardo al ruolo specifico ricoperto dalle banche locali (differenti, per struttura, normativa di riferimento e modalità operative dagli altri istituti di credito), non è ancora stata sufficientemente indagata, né a livello di fenomeno statistico aggregato, né dal punto di vista qualitativo, la rilevanza dell'attività di private equity sul complesso dei servizi rivolti alle imprese.

Sicuramente il radicamento di questi operatori sul territorio, derivante sia da una compagine sociale che è espressione del contesto di riferimento sia da una raccolta di risparmio che sostiene e finanzia lo sviluppo dell'economia reale locale, agevola la connessione con il tessuto imprenditoriale e la capacità di cogliere ed assecondare in modo tempestivo le esigenze di crescita espresse dalle realtà aziendali che vi operano.

La vocazione locale della banca, pertanto, conduce ad una convergenza di interessi con le imprese operanti nel territorio.

Accade, infatti, che le banche locali siano percepite, dagli operatori economici dell'area di riferimento, come dei centri per la crescita economica di tali aree. In questo modo emerge il ruolo delle banche locali come volano per la crescita del territorio.

Tra le caratteristiche del *modus operandi* di queste banche rientrano: il controllo reciproco e il cosiddetto *peer monitoring*, che si esplica all'interno della comunità locale e che costituisce un incentivo a non intraprendere comportamenti opportunistici per evitare sanzioni sociali; l'interazione di lungo periodo tra i soci-clienti e la banca locale mutualistica, che in Italia è rappresentata tipicamente dalla Banca di credito cooperativo (Azzi, Bracchi 2005).

In anni recenti il sistema delle banche di credito cooperativo ha espresso l'esigenza di dotarsi di uno strumento finanziario specializzato per l'attività di private equity, creando una società di gestione del risparmio *ad hoc*, con l'obiettivo di ampliare l'offerta per le imprese clienti del gruppo e di concentrare gli investimenti aventi valore distintivo che vengono realizzati nel capitale di rischio delle imprese da parte dei soggetti appartenenti al circuito del credito cooperativo.

Passando dall'analisi del numero e della tipologia degli operatori all'esame dell'attività di investimento in private equity e venture capital, sulla base dei dati raccolti annualmente nell'indagine condotta da AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital) in collaborazione con PricewaterhouseCoopers, si nota che negli ultimi cinque anni si è avuta una apprezzabile diminuzione degli investimenti realizzati da banche (considerando unitamente sia gli investimenti diretti che quelli realizzati da SGR emanazione di gruppi bancari).

Si è passati, in effetti, da un'incidenza pari al 21% sul numero complessivo degli interventi effettuati nel mercato nel 2007 ad un'incidenza del 15% nel 2011.

Di fatto questo trend si giustifica, tra le altre possibili spiegazioni del fenomeno, con la considerazione che le banche, anche locali, partecipano in maniera sempre più consistente all'attività di private equity come investitori nei fondi, sostituendo tale ruolo a quello di promotore di veicoli di investimento o, addirittura, di investitore diretto.

Si consideri, infatti che, negli ultimi cinque anni la quota di risorse affluite al mercato del capitale di rischio, proveniente dal canale bancario, è stata pari, in media, al 28% delle risorse complessive e che le banche hanno rappresentato, nello stesso periodo, il primo canale di raccolta domestica, visto

¹² Società di gestione il cui capitale è posseduto in misura superiore al 50% da banche.

anche il ruolo marginale ricoperto dalle altre categorie di investitori istituzionali nazionali (fondi pensione, assicurazioni, fondazioni...).

Tabella 1- Le principali fonti della raccolta domestica di capitali per l'attività di private equity e venture capital tra il 2007 e il 2011

	Ammontare (mln Euro)	Incidenza %
Banche	1.510	28%
Investitori individuali	727	14%
Gruppi industriali	618	11%
Assicurazioni	537	10%
Fondazioni bancarie e accademiche	523	10%
Fondi di fondi	434	8%
Fondi pensione	424	8%
Settore Pubblico	343	6%
Società di private equity	108	2%
Altro	82	2%
Mercato dei capitali	71	1%
Totale	5.377	100%

Fonte: AIFI-PricewaterhouseCoopers

Ad ulteriore dimostrazione di questo trend si può citare l'impegno assunto dai soggetti bancari nel Fondo Italiano di Investimento, l'iniziativa promossa dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel 2010, che fornisce alle piccole e medie imprese italiane, tramite investimenti diretti e indiretti, un sostegno finanziario con operazioni di expansion capital¹³.

Entrando più nel dettaglio delle caratteristiche degli investimenti effettuati dalle banche, direttamente o tramite fondi, dall'analisi dell'attività svolta, negli ultimi cinque anni, sempre sulla stessa base statistica, risulta confermato un approccio sostanzialmente orientato agli investimenti di minoranza.

Entrando nel dettaglio del fenomeno, emerge che tra il 2007 e il 2011 gli interventi di expansion (interventi di sviluppo o di minoranza) effettuati da banche e da SGR bancarie hanno rappresentato, in media, il 49% del numero degli interventi e il 46% dei volumi, rispetto al totale degli investimenti realizzati dagli operatori bancari.

Tabella 2- Distribuzione della tipologia di investimenti di private equity e venture capital realizzati dal comparto bancario (sia direttamente sia attraverso SGR dedicate) tra il 2007 e il 2011

Tipologia di intervento	Ammontare	Numero
Expansion	46%	49%
Buy out	40%	29%
Replacement	6%	6%
Early stage	7%	14%
Turnaround	1%	2%
<i>Totale</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>

Fonte: AIFI-PricewaterhouseCoopers

¹³ Per maggiori informazioni si veda il sito www.fondoitaliano.it.

Negli ultimi anni sono state realizzate anche acquisizioni di maggioranza (buy out), che hanno rappresentato il 30% circa del numero di operazioni.

Nello stesso intervallo temporale è emerso anche un certo interesse per l'investimento negli start up e nelle fasi iniziali di sviluppo delle aziende (early stage), tanto che i principali gruppi bancari hanno patrocinato anche iniziative volte a promuovere la creazione di impresa, quale volano per l'attività di scouting da svolgere sul territorio.

Se si guarda alla distribuzione geografica, la disomogeneità di cui soffre l'attività di capitale di rischio tra Centro Nord e Sud Italia si riflette anche nell'impegno del comparto bancario, tanto che gli interventi realizzati negli ultimi cinque anni si sono concentrati per oltre il 90% nelle regioni del Centro Nord. Il dato riflette anche la carenza di banche locali nel Sud Italia specializzate su questo tipo di interventi.

Da ultimo, si menziona il possibile effetto sul mercato di un recente cambiamento regolamentare attinente l'attività di assunzione di partecipazioni svolta dalle banche.

Banca d'Italia ha, infatti, pubblicato il 12 dicembre 2011, con il 9° aggiornamento della Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, la nuova disciplina di vigilanza in materia di partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari, contenuta nel Titolo V, Capitolo 4.

La nuova disciplina, che entrerà in vigore il 30 giugno 2012, prevede limiti specifici per le partecipazioni qualificate in imprese non quotate nonché per gli investimenti indiretti di una banca nelle imprese tramite, ad esempio, fondi di private equity.

Questa disciplina, da una parte, supera il limite di separatezza, fissato in precedenza al 15%, secondo il quale nessuna banca poteva assumere una partecipazione superiore al 15% del capitale con diritto di voto in una società non finanziaria. Si riconosce, dunque, il ruolo che l'operatore bancario può svolgere anche nel controllo e nella gestione delle imprese partecipate¹⁴.

Il recente Provvedimento introduce poi, per la prima volta, una disciplina dell'investimento delle partecipazioni indirette in equity. La *ratio* generale sottesa al Provvedimento fa sì che, ai fini della sana e prudente gestione, siano definiti criteri di assorbimento del capitale più stringenti e prudenziali nel caso di investimento attraverso veicoli o organismi interposti tra la banca e la società target (come, ad esempio, i fondi di private equity) sulla cui strategia e modalità operative la banca non ha conoscenze dirette, rispetto al caso di investimento in veicoli di cui siano note le finalità operative e di intervento. Mira quindi, a disincentivare, da parte delle banche e dei gruppi bancari, fenomeni di "stock picking" su una molteplicità di fondi di private equity.

Saranno da valutare nel tempo gli impatti di tale disciplina sull'evoluzione futura del mercato.

Non è detto che le nuove disposizioni portino all'internalizzazione dell'attività di investimento svolta dalla banca attraverso fondi; d'altra parte potrebbe esserci un impatto sulla sottoscrizione di capitali di fondi mobiliari chiusi da parte delle banche, i cui effetti sulla raccolta del mercato del private equity saranno da monitorare nel tempo.

Unitamente alle considerazioni esposte i nuovi scenari dipenderanno anche dalla disciplina sul trattamento delle esposizioni in private equity in tema di requisiti patrimoniali delle banche, contenuta in Basilea 3, che influirà sulle scelte strategiche e allocative delle banche.

Come categoria di impieghi, infatti, l'investimento in fondi di private equity risulta particolarmente penalizzato dal punto di vista dell'applicazione dei criteri prudenziali e dei coefficienti di diversificazione del rischio.

Nel mutato scenario finanziario, in cui sono in contrazione l'erogazione del credito ordinario e la finanza a supporto delle operazioni di acquisizione, andrà valutato anche l'impatto delle normative prudenziali e di vigilanza sul comportamento degli operatori bancari.

¹⁴ Devono, peraltro, essere rispettati due limiti di investimento per l'assunzione di partecipazioni qualificate in imprese non finanziarie, quali il limite "di concentrazione", secondo il quale queste partecipazioni non possono superare il 15% del patrimonio di vigilanza, e il limite "complessivo", che prevede che non possa essere superato il 60% del patrimonio di vigilanza del gruppo bancario e delle singole banche non appartenenti a un gruppo bancario. Tra l'altro si specificano, alla Sezione VIII, regole di dettaglio che valgono per le banche di credito cooperativo e le banche di garanzia collettiva: l'acquisizione e la detenzione di investimenti indiretti in *equity* sono consentiti a questi soggetti limitatamente a investimenti in categorie di imprese e in settori economici coerenti con le finalità mutualistiche.

3. Principali trend del mercato italiano del private equity e venture capital alla luce della crisi finanziaria

Gli effetti delle tendenze evolutive in atto, legate alla crisi dei mercati finanziari a livello internazionale, si sono ripercosse anche sul mercato italiano del private equity e venture capital.

Prima di tutto, sul fronte della raccolta, dove da qualche anno si sta verificando una contrazione dei volumi complessivi di capitali che affluiscono verso il nostro mercato. Si è passati, infatti, dai tre miliardi circa di risorse raccolte nel 2007 a un miliardo circa nel 2011¹⁵.

Da parte di molti degli investitori istituzionali storici, che hanno sottoscritto quote di fondi in anni passati, c'è attesa circa l'esito delle performance dei fondi attualmente in fase di chiusura.

Riguardo alla composizione della raccolta, il mercato italiano, da sempre caratterizzato da una scarsa presenza degli investitori istituzionali di origine domestica come fonte di capitali, ha potuto contare, fino al 2008, su una buona attrattività presso gli investitori internazionali.

Negli ultimi anni, complice il rischio Paese e quindi l'instabilità delle prospettive economiche e politiche nazionali all'interno dell'Area euro, questa componente è notevolmente diminuita.

Le difficoltà nella raccolta si riflettono anche sull'allungamento del tempo necessario perché i fondi possano raggiungere gli obiettivi target patrimoniali prefissati.

Dal 2004 al 2008 tale intervallo è, infatti, aumentato di oltre il 60%, raggiungendo, nel 2008, 15 mesi. Anche negli ultimi anni l'intervallo temporale è continuato a crescere, raggiungendo la soglia dei 18 mesi, in media, a livello internazionale (Preqin 2012).

Dal lato degli investimenti, dopo anni di grande crescita, il mercato italiano del private equity e venture capital, tra il 2009 e il 2010, ha risentito degli effetti della crisi finanziaria internazionale, che ha determinato un rallentamento dell'attività.

Si è passati così dai 5,4 miliardi di Euro investiti nel 2008 a 2,4 nel 2010. Nel 2011 l'attività ha mostrato alcuni segnali di ripresa, raggiungendo 3,5 miliardi di Euro di impieghi.

D'altra parte, la crisi finanziaria ha mutato anche i paradigmi e le modalità di intervento.

La contrazione della disponibilità di leva finanziaria e la concessione di leva a costi più elevati per le operazioni di acquisizione ha fatto sì che si siano realizzate operazioni con un utilizzo più moderato della leva finanziaria o con solo equity.

Nel 2011 il debito netto erogato, in media, risulta essere stato pari a 2,5 volte l'Ebitda dell'impresa target, riconfermandosi al di sotto del periodo pre-crisi (4,8x nel 2006)¹⁶.

Sebbene l'utilizzo della leva finanziaria in Italia sia stato inferiore ai livelli medi registrati a livello internazionale, il mercato nazionale, nel corso degli anni di crisi, si è comunque stabilizzato attorno a valori più fisiologici di debito (Bracchi, Del Giudice 2009); di conseguenza, la strategia di creazione del valore da parte degli operatori di private equity e venture capital si è concentrata sulla leva operativa più che sulla leva finanziaria. In altre parole, come da più parti si è detto, gli investitori sono ritornati ad occuparsi dei "fondamentali" delle aziende.

La valorizzazione dell'investimento si è quindi rifocalizzata sulle strategie di *build up* e di internazionalizzazione, sul know how e sulle competenze specifiche degli investitori nei capitali di rischio, che, attraverso i contatti e le esperienze maturate, possono sostenere l'azienda nel suo processo di sviluppo anche nel mutato scenario competitivo.

In generale, dal punto di vista dell'interesse settoriale, i gestori di private equity si sono riposizionati verso comparti tendenzialmente aciclici e che risentono dunque in misura inferiore degli effetti della crisi economica, come il medicale, le utilities, l'alimentare e le telecomunicazioni. Riguardo al numero degli interventi, questo non si è discostato molto, negli ultimi anni, rispetto ai livelli pre-crisi. In media si è attestato attorno alle 300 operazioni annue.

Ciò sta a dimostrare che la crisi di liquidità ha generato una riduzione della dimensione media delle operazioni, con un contemporaneo incremento dell'attenzione nei confronti delle aziende di mid-market (Bracchi 2011).

¹⁵ Ove non diversamente specificato, nel paragrafo si utilizzeranno le analisi statistiche elaborate da AIFI e PricewaterhouseCoopers annualmente sull'andamento del mercato italiano del private equity e venture capital. Per la serie completa dei dati si rimanda al sito www.aifi.it.

¹⁶ Per maggiori dettagli si vedano i rapporti annuali pubblicati dal Private Equity Monitor[®] dell'Università Carlo Cattaneo sul sito www.privateequitymonitor.it.

Riguardo alla distribuzione degli investimenti, sebbene le acquisizioni di maggioranza (buy out) continuino a catalizzare l'ammontare più rilevante di risorse (pari nel 2011 al 63% del totale), le operazioni di expansion permangono le più numerose, anche se di dimensioni medie più contenute rispetto al passato: nel 2011 il taglio medio di quest'ultima tipologia di interventi è stato pari a 4,9 milioni di Euro, contro i 7,7 del 2007.

Un discorso a parte meritano gli investimenti di turnaround.

Per turnaround si intende un concetto molto ampio, che va dagli interventi su imprese che non ottimizzano la loro redditività a quelle in stato di insolvenza. Questo tipo di interventi in Italia rimane a livelli molto bassi, nonostante gli effetti della crisi finanziaria sul tessuto produttivo del Paese siano ormai evidenti. Se si guarda al numero delle operazioni, queste sono state, al massimo, una decina all'anno negli ultimi anni. Le difficoltà di affermazione di questa tipologia di interventi possono ricondursi alle problematiche connesse alla raccolta di capitali, che, a loro volta, derivano dalla carenza di competenze manageriali e di track record specifico sul turnaround. Esistono, quindi, ancora notevoli potenzialità di crescita del segmento, per soddisfare una domanda in forte aumento da parte di un numero crescente di aziende che sono entrate o stanno entrando in una crisi dalla quale difficilmente potranno uscire da sole e in assenza di interventi energici di ristrutturazione.

L'altro segmento, molto specifico, dell'investimento nel capitale di rischio è quello del venture capital ovvero degli interventi di early stage che supportano la nascita di nuove iniziative imprenditoriali.

Sebbene il segmento sia stato caratterizzato, negli ultimi anni, dal maggiore fermento, avendo visto la nascita di nuovi operatori specializzati, i numeri del mercato italiano sono ancora irrisori se confrontati con altri mercati europei.

Nel 2011 ci si attesta su un centinaio di interventi per circa 80 milioni di Euro di ammontare complessivo investito.

Si auspica che alcune iniziative istituzionali intraprese negli ultimi mesi possano dare un impulso a questo segmento del mercato, così come avvenuto in alcune esperienze internazionali di successo. Si tratta di proposte legislative in discussione, che intendono introdurre incentivi volti a favorire gli investimenti in nuove aziende innovative da parte dei vari attori della filiera (incubatori, business angel e venture capitalist), così come di un incentivo fiscale, già approvato e di cui si attende l'attuazione, per gli investitori in fondi di venture capital (art. 31 del D.L. 98/2011).

Importanti cambiamenti nei mercati hanno riguardato anche le opportunità di disinvestimento delle partecipazioni nel portafoglio degli operatori di private equity e venture capital.

La crisi ha senz'altro reso più difficoltosa l'uscita dalle società ed ha provocato un allungamento dell'holding period, vale a dire del periodo medio di detenzione della partecipazione, che si sta prolungando da 3/4 a 5/6 anni.

Tra i canali di disinvestimento, in attesa che si riesca a rivitalizzare la quotazione in Borsa, prevale la vendita della partecipazione ad acquirenti industriali. Resta comunque ancora da fronteggiare, da parte dei gestori, una certa difficoltà di smobilizzo dei portafogli, dovuta alle criticità legate al presente contesto competitivo.

Nell'ambito di questi mutati scenari di mercato saranno da valutare, nei prossimi anni, anche gli effetti del nuovo quadro legislativo comunitario sui fondi alternativi (*Alternative Investments Fund Managers Directive*), che dovrà essere recepito entro il prossimo anno nei Paesi Membri (Bracchi 2012).

4. Metodologia Adottata

L'analisi empirica conclusiva ha per oggetto quegli intermediari bancaria che assumono l'identità di banche locali dal momento che, dalla rassegna della letteratura è emerso quanto la dimensione territoriale espressa come concentrazione di imprese specializzate in settori ad alto contenuto tecnologico e con un robusto potenziale di innovazione sia rilevante.

Altre importanti caratteristiche dei distretti tecnologici che possono motivare la decisione di limitare l'attenzione esclusivamente su questa categoria di intermediario sono state la prossimità geografica, la prossimità relazionale e il contenuto consulenziale dei servizi finanziari a sostegno della loro crescita.

Le banche locali indagate sono quelle operative nelle regioni leader del comparto private equity e che oltretutto ospitano quei distretti tecnologici che nonostante la giovane età (mediamente tutti i distretti tecnologici sono stati costituiti negli anni compresi tra il 2000 e il 2003), si differenziano dagli altri per la loro dinamicità in termini di iniziative di successo già attuate.

Le regioni attenzionate sono state le seguenti: Piemonte, Veneto, Lombardia ed Emilia Romagna (rispettivamente con distretti contrassegnati dalle seguenti specializzazioni: tecnologie wireless, nanotecnologie, biotecnologie e meccanica avanzata).

Sono infatti le regioni del Nord Italia ed in particolare la Lombardia, l'Emilia Romagna, il Veneto ed il Piemonte¹⁷ ad ospitare il maggior numero di operazioni di private equity e che oltretutto sono anche quelle regioni che accolgono casi di successo di distretti tecnologici in termini di politica industriale per l'innovazione.

Subito a seguire vi sono alcune regioni dell'Italia Centrale (in particolare Lazio e Toscana).

Il Mezzogiorno d'Italia invece è stato contrassegnato da una scarsa concentrazione di operazioni di private equity in questi anni; ad esempio le regioni della Basilicata e del Molise non hanno visto la presenza di alcun tipo di queste operazioni finanziarie nel quinquennio considerato (un comportamento molto simili contraddistinguono anche le regioni dell'Abruzzo e della Calabria).

La regione con il maggior numero di investimenti e che gode in assoluto di una posizione di leadership in Italia è la Lombardia che, con 177 investimenti, ha visto concentrarsi nel proprio territorio mediamente il 37% del totale delle operazioni poste in essere nei cinque anni considerati.

A seguire, l'Emilia Romagna con 65 operazioni, il Veneto con 52, il Piemonte con 50, il Lazio con 36 ed infine la Toscana con 33.

¹⁷ “È in questa regione che operano due strutture specializzate nel comparto del venture capital: la Finanziaria Piemontech e il Fondo Innogest Capital”

TABELLA 3 - IL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY IN ITALIA

Regioni	2006	2007	2008	2009	2010
Abruzzo	0%	0%	1%	0%	0%
Basilicata	0%	0%	0%	0%	0%
Campania	4%	2%	1%	4%	4%
Emilia Romagna	17%	15%	12%	10%	10%
Friuli Venezia Giulia	4%	1%	3%	0%	3%
Lazio	7%	9%	8%	6%	7%
Liguria	3%	0%	3%	4%	3%
Lombardia	32%	36%	39%	35%	41%
Marche	2%	2%	2%	2%	3%
Piemonte	10%	12%	9%	8%	13%
Puglia	1%	2%	2%	0%	0%
Sicilia	0%	1%	1%	0%	0%
Toscana	6%	8%	8%	8%	4%
Trentino	1%	0%	0%	4%	0%
Umbria	0%	2%	2%	2%	1%
Veneto	12%	12%	8%	14%	9%
Calabria	0%	1%	0%	0%	0%
Molise	0%	0%	0%	0%	0%
Sardegna	0%	0%	1%	4%	0%
Italia	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: elaborazione su dati Osservatorio Private Equity Monitor (PEM)

Il campione di banche locali è formato da 71 banche così distribuite: 30 in Lombardia, 22 nel Veneto, 12 in Emilia Romagna e 7 nel Piemonte.

Nel *dataset utilizzato* composto da un totale di 355 osservazioni è il territorio della Regione Lombardia ad essere contrassegnato dal maggior numero di banche di credito cooperativo e banche popolari (in termini relativi questa maggiore presenza di banche lombarde è pari al 42% di tutte le osservazioni campionate ed in termini assoluti a 150 osservazioni).

Guardando alla numerosità del sistema bancario composto da banche di credito cooperativo e banche popolari, dopo la Lombardia è la regione Veneto ad essere contrassegnata dalla maggiore presenza di banche locali (in termini relativi pari al 31% del totale delle osservazioni ed in termini assoluti a 110 osservazioni) ed a seguire l'Emilia Romagna (che racchiude il 17% delle osservazioni campionate componenti il nostro dataset ovvero in termini assoluti 60 osservazioni).

Il territorio che vede una minore presenza di banche di credito cooperativo e banche popolari è quello della Regione Piemonte (soltanto il 10% delle banche campionate gravita su questo territorio e in termini assoluti soltanto 35 osservazioni che riguardano banche operanti su questo territorio).

TABELLA 4- STRUTTURA DEL CAMPIONE

Regio	Frequenza Assoluta	Frequenza Relativa	Frequenza Cumulata
Emilia Romagna	60	16,90	16,90
Lombardia	150	42,25	59,15
Piemonte	35	9,86	69,01
Veneto	110	30,99	100,00
Totale	355	100,00	

Il comparto finanziario posto sotto osservazione è il merchant banking dal momento che racchiude al suo interno le operazioni di private equity.

Per poter monitorare il livello di diffusione di tale comparto finanziario nell'operatività delle banche locali abbiamo stimato un modello panel ad effetti fissi dal momento che l'obiettivo principale non è quello di verificare se ci sono significative differenze nell'approccio all'offerta di servizi finanziari avanzati tra le singole banche ma se ci sono discrepanze tra le regioni indagate nell'offerta di tali servizi finanziari avanzati.

Questo modello intende stimare la relazione esistente tra una variabile dipendente espressiva della redditività delle banche locali e variabili indipendenti costruite mediante la scomposizione dell'aggregato economico **ricavi netti da servizi** sfruttando le informazioni contenute nei bilanci bancari e soprattutto nelle note integrative correlate.

5. Variabili del Modello

La variabile dipendente, espressiva della redditività delle banche, è costruita come rapporto tra due aggregati del conto economico: il margine di interesse e il margine di intermediazione.

La prima variabile (**TDRS**)¹⁸ fornisce delle informazioni sul contributo nell'ambito dei ricavi da servizi delle attività di compravendita di titoli obbligazionari.

In particolare la dinamica di questa variabile può fornire alcune indicazioni sulla diffusione delle operazioni di finanziamento che rappresentano una delle modalità di espressione dell'attività di *merchant banking*.

In genere queste operazioni sono infatti realizzate dalla merchant bank, nella forma tecnica della sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili o non convertibili.

La seconda variabile (**TCRS**) fornisce delle indicazioni sull'incidenza media percentuale delle attività finanziarie disponibili per la vendita aventi per oggetto titoli azionari nell'ambito delle componenti dell'aggregato economico ricavi da servizi; in altre parole questa variabile può fornire delle indicazioni sull'intensità di un'altra modalità con la quale si concretizza l'attività di *merchant banking* ovvero l'acquisizione di partecipazioni al capitale sociale delle imprese finanziate.

La terza variabile (**CFRS**)¹⁹ fornisce delle informazioni sull'incidenza media percentuale delle commissioni generate dai crediti di firma su ricavi netti da servizi ed in particolare sull'utilizzo da parte delle banche locali di *covenants* finanziari ossia clausole che garantiscono il diritto al riscatto delle quote di partecipazione in caso di mancato raggiungimento di prefissati parametri economico-finanziari.

L'ultima variabile (**DFRS**)²⁰ fornisce una misurazione dell'incidenza media percentuale delle attività finanziarie e in particolare delle partecipazioni nella clientela imprese sotto forma di dividendi.

¹⁸ "Sia per i titoli di debito che per i titoli di capitale Voce 80- Sezione 4 della Nota Integrativa"

¹⁹ "Nota Integrativa-Altre Informazioni-Garanzie rilasciate di natura commerciale"

²⁰ "Voce 70- Sezione 3 della Nota Integrativa"

A queste variabili esplicative si è pensato di aggiungere delle dummy regionali (Regio) che sono state incrociate con ciascuna delle variabili esplicative (e che individuano se le banche locali operano prevalentemente in una delle quattro regioni attenzionate) (tabella 5).

TABELLA 5 - VARIABILE DIPENDENTE E VARIABILI ESPLICATIVE DEL MODELLO STIMATO

Redditività (Variabile dipendente)	Margine di interesse/Margine di intermediazione
TDRS	Titoli di debito/Ricavi da servizi
TCRS	Titoli di capitale/Ricavi da servizi
CFRS	Garanzie commerciali/Ricavi da servizi
DRS	Dividendi/Ricavi da servizi

5.1 Risultati Ottenuti: un'interpretazione economica

Il *dataset* è composto da 1155 osservazioni perché sono state monitorate 5 variabili per ciascuno dei tre anni considerati (2006-2010) e per ciascuna delle 77 banche campionate.

Formalmente il modello panel stimato è stato pensato nel modo seguente:

$$\text{Redditività} = \beta_{li} + \beta_1 \text{TDRS}_{it} * \text{Regio} + \beta_2 \text{TCRS}_{it} * \text{Regio} + \beta_3 \text{CFRS}_{it} * \text{Regio} + \beta_4 \text{DRS}_{it} * \text{Regio} + e_{it}$$

Si riporta in calce l'**Output 1** contenente i risultati ottenuti dalla stima di tale modello.

In particolare con riferimento alla prima variabile (TDRS), ad eccezione delle banche romagnole e lombarde, tutte le altre banche non hanno fatto leva sulla vendita di titoli di debito per innalzare i loro livelli di performance economica.

Con riferimento alla seconda variabile (TCRS) per le banche locali lombarde e piemontesi i titoli di capitale hanno rappresentato una determinante di rilievo all'interno dell'aggregato economico ricavi netti da servizi denotando una maggiore attenzione di queste banche alla redditività della gestione servizi (ovvero alle componenti del margine di intermediazione) piuttosto che a quella della gestione denaro (ovvero alle componenti del margine di interesse).

Per quanto attiene alla terza variabile (CFRS) abbiamo osservato che, in tutte le regioni poste sotto osservazione, le banche locali sono accomunate da valori di variabile prossimi allo zero e che quindi denotano la presenza di un significativo contributo sulla dinamica degli aggregati economici espressivi della capacità della banche di attuare strategie di diversificazione dell'offerta (ovvero il margine di intermediazione e i ricavi da servizi).

Le banche locali preferiscono ricevere tali garanzie piuttosto che ricorrere ad altri meccanismi di tutela delle partecipazioni quali ad esempio la possibilità di essere parte attiva nel processo di nomina del management, il diritto di nomina di uno o più membri del consiglio di amministrazione della partecipata e ancora la stipula di clausole contrattuali non qualificabili, tuttavia, come *covenants* finanziari.

I risultati ottenuti per questa variabile esplicativa confermano le conclusioni alle quali **Baravelli** (2002) era giunto in un suo precedente contributo con particolare riferimento all'operatività delle banche siciliane limitatamente al periodo 1993-1998.

Questo autore sosteneva che, l'incremento dei crediti in sofferenza in questo arco di tempo stava a segnalare che le banche locali siciliane avessero accettato un elevato rischio di credito ed è per questo che richiedevano alla loro clientela maggiori garanzie oppure che avessero commesso errori nella valutazione del rischio di credito, con la conseguenza che, non avendo richiesto adeguate garanzie, si trovano a fronteggiare elevate perdite.

Rispetto alle banche di maggiori dimensioni che operano in territori extra-regionali, secondo questo autore, le banche locali non si sono fatte carico di politiche di pricing e di ampliamento del loro portafoglio impieghi molto intense per rispondere alla forte concorrenza esterna piuttosto hanno preferito mantenere e consolidare i rapporti già esistenti con la loro clientela riuscendo in tal modo a preservare le loro quote di mercato e ridurre i danni che potevano essere generati da un'indiscriminata attività di sviluppo, sempre più contrassegnata dalla centralità delle politiche di prezzo e meno attenta alla valutazione del merito creditizio.

Questi risultati trovano un'ulteriore conferma in una ricerca curata da Conca e Riccardi (2009) che ha cercato di comprendere più nel dettaglio quali fossero i mutamenti associati alla crisi in termini di trend del mercato del credito, struttura del debito e caratteristiche contrattuali.

Questa ricerca rappresenta un'indagine riferita esclusivamente al mercato italiano e che ha visto la partecipazione di 81 soggetti suddivisi tra fondi di private equity (29), *lenders* (20), operatori di M&A (22) e studi legali (10).

Con riferimento agli aspetti contrattuali delle operazioni di leveraged buy out (LBO), da questa indagine l'opinione emergente è che la contrazione del credito (*credit crunch*) sta determinando un irrigidimento dei *covenants* all'interno del contratto.

covenants "leggeri" erano stati spesso in passato richiesti dal *borrower* e accettati dai *lender* più interessanti a chiudere l'operazione per poi vendere più o meno rapidamente il debito.

Oggi, invece, i *lender* appaiono più preoccupati di imporre termini stringenti al contratto per poter assicurare un maggior controllo degli eventuali momenti di crisi del *borrower*, in una situazione di mercato in cui, rispetto al passato, sono obbligati a "tenere sui propri bilanci d'esercizio" una parte consistente del debito per tempi più lunghi.

Con riferimento all'ultima variabile (DRS), ad eccezione delle banche lombarde, abbiamo riscontrato che il contributo delle attività finanziarie disponibili e delle partecipazioni sotto forma di cedole e dividendi ha assunto una rilevanza piuttosto residuale tra le componenti dell'aggregato ricavi netti da servizi delle banche locali campionate ad eccezione di quelle banche operative nel territorio della regione Lombardia.

Una qualsiasi banca che intenda entrare in questa area di business dovrà essere in grado di progettare un processo produttivo scomponibile in ben otto fasi distinte, ciascuna delle quali richiede attività, risorse, conoscenze e profili professionali ben precisi:

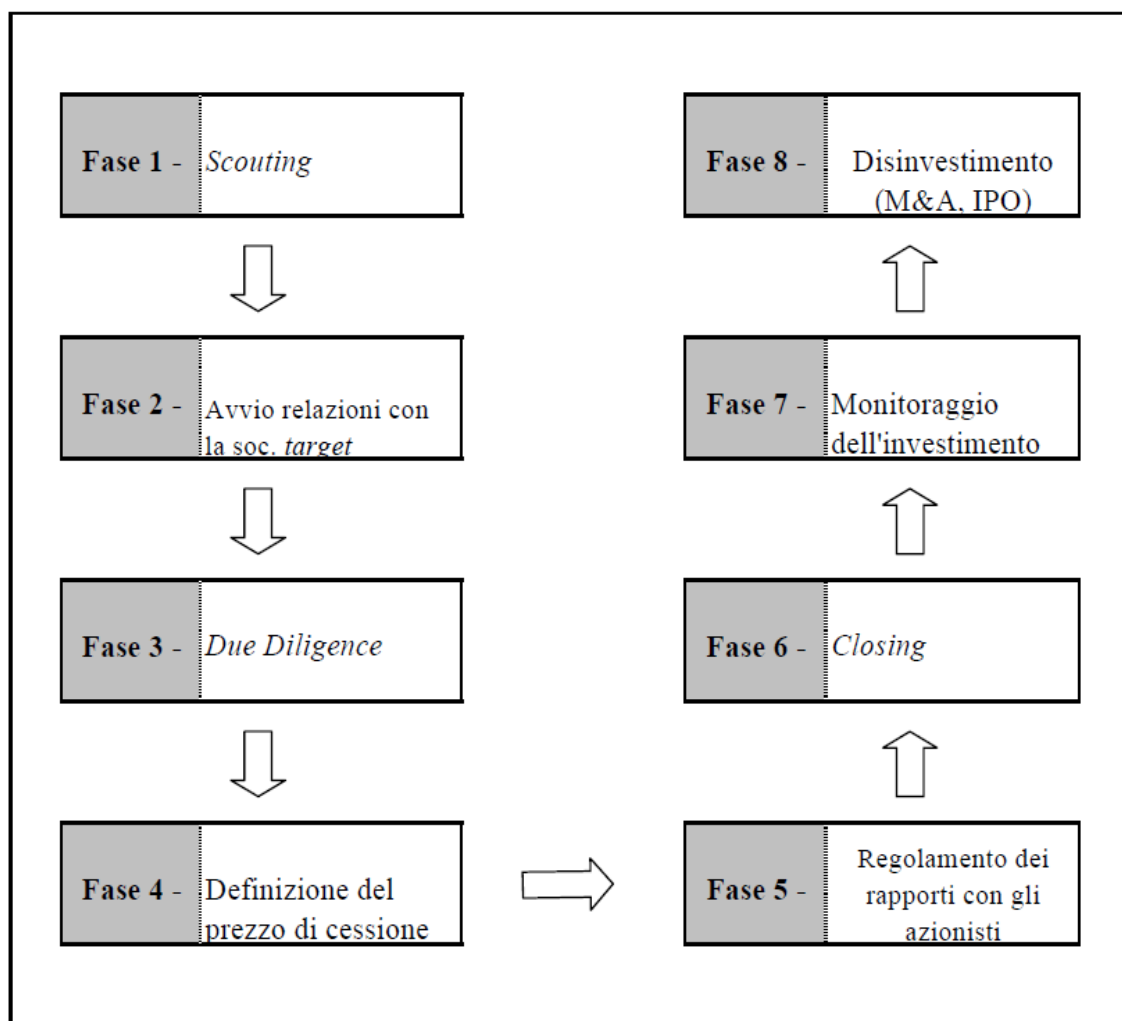


Figura 1: Il processo produttivo di un intermediario nel comparto finanziario del private equity, Capizzi(2006)

Le disomogeneità riscontrate possono trovare una spiegazione nel fatto che le banche facenti parte del campione d'analisi hanno indirizzato le competenze tecniche, maggiormente su questa area di business ed in particolar modo nelle fasi a valle del processo produttivo, nell'ambito delle fasi 1, 3, 4, 7 e 8.

In particolare le banche locali soprattutto nelle prime fasi del processo produttivo, sfruttando i benefici derivanti dal loro significativo radicamento nel territorio potrebbero avviare dei *network* di relazioni con professionisti esterni e advisors appositamente responsabilizzati su questo comparto finanziario in maniera tale da abbandonare la fisionomia di intermediario bancario *retail oriented* e orientarsi maggiormente verso la figura di intermediario *corporate oriented*.

Nelle fasi successive ovvero quelle di negoziazione e sottoscrizione della partecipazione tali banche dovrebbero consolidare le loro conoscenze sulla forma dei contratti in maniera tale da poter evitare potenziali comportamenti opportunistici da parte dell'impresa partecipata, allocare efficientemente i diritti di voto nella nuova compagine azionaria e predefinire le modalità alle quali si concretizzerà l'uscita dall'impresa (*way-out*).

Le banche che hanno presentato delle stime significative hanno anche posseduto quelle competenze di tipo relazionale che hanno assunto una misura preponderante a monte del processo produttivo, nelle fasi 2, 5, e 6 dal momento che è in queste fasi che diviene critica per l'intermediario la capacità di "gestire" l'investimento, seguire con competenza e assiduità l'andamento dell'azienda, monitorare l'andamento sia storico che prospettico del settore nell'ambito del quale opera la partecipata, verificare periodicamente l'entità degli scostamenti dagli obiettivi prefissati

(formalizzati nel *business plan*) e, infine, predisporre con cura l'operazione che porterà al disinvestimento.

Queste banche locali sono anche in possesso delle competenze finanziarie che renderebbero tali banche partner idonei delle imprese che rappresentino innanzitutto delle favorevoli opportunità d'investimento.

Le banche locali che invece hanno mostrato delle stime poco significative sono probabilmente caratterizzate da una maggiore debolezza nella capacità di gestione delle informazioni e di negoziare con il cliente (carenza di addetti senior), dalla mancanza di una visione unica e integrata delle attività svolte al loro interno, dalla carenza di conoscenze sui temi del *risk management*, del funzionamento dei mercati e relativi strumenti finanziari, dell'analisi finanziaria e della valutazione degli investimenti specialmente nei settori più innovativi (di particolare interesse per il *venture capital*).

Per poter superare questo gap in termini di competenze le banche locali possono ricorrere al *training-on-the job* per le risorse junior, oltre che ad iniziative di formazione interna ed esterna, senza escludere del tutto la possibilità di acquisire risorse già formate (soprattutto per i livelli dirigenziali).

Le iniziative di formazione finalizzate all'acquisizione delle competenze tecniche di base per operare in questa area di business fanno riferimento ai programmi lunghi *under-graduate* e *graduate*, sia ai programmi brevi con un taglio *executive* e *specialistico*.

Un'altra strategia che le banche locali potrebbero adottare per rimediare a questo gap di competenze potrebbe essere il *turnover* che permette loro di recuperare risorse che abbiano maturato esperienze in aree di operatività della banca significativamente diverse da quelle oggetto di analisi (ad esempio, l'area fidi, l'area titoli, l'area *retail*).

Queste banche dovranno dotarsi di profili professionali sempre più specializzati e dovranno essere in grado di coordinare la molteplicità di questi ruoli organizzativi interni e le aree di responsabilità per poter operare con successo anche nel comparto finanziario del *merchant banking* e in particolare del *private equity*.

Pertanto sotto questo profilo, assume una rilevanza cruciale anche la capacità di visione complessiva e di gestione della complessità possedute dalle figure del *client manager*, *category manager* e *professional*²¹.

Le banche campionate che sembrano attualmente non possedere le caratteristiche per operare con successo nel comparto finanziario del *merchant banking* ed in particolare del *private equity* dovrebbero anche realizzare degli interventi volti a promuovere la capacità di lavorare in team, rendere la struttura organizzativa più snella e soprattutto rendere più flessibile la struttura dei costi dal momento che i ritorni economici delle operazioni di *merchant banking* ovvero i dividendi e le plusvalenze da cessione sono contrassegnate da una certa incertezza sia con riferimento agli importi che al profilo temporale di manifestazione.

6.Considerazioni Conclusive: Le sfide culturali ed organizzative delle banche locali per lo sviluppo del *private equity* a sostegno delle PMI

L'analisi empirica ha evidenziato che le banche locali operative nelle regioni dei distretti tecnologici sono ancora ben lontane dall'acquisizione di una fisionomia di imprese multiprodotto, multimercato, multitecnologia e multisettore.

In altre parole le banche locali non possono essere configurate come intermediari bancari ***multispecialist*** ossia capaci di coordinare molteplici attività seguendo una logica di divisione e di specializzazione delle attività ed anche ***multibusiness*** capaci di assicurare una maggiore correlazione tra diverse aree strategiche di affari (ASA).

²¹“Per una descrizione delle funzioni di questi tre ruoli professionali rinviamo alla lettura di Baravelli(2003)”.

Negli ultimi anni si è andato definendo un nuovo scenario economico che rende necessario una revisione del modo di concepire il sistema di relazioni fra banche e imprese anche quando gli intermediari bancari assumono l'identità di banche locali.

I due fatti principali sono stati l'introduzione di una nuova regolamentazione finanziaria nota a tutti come Basilea 2 e la diffusione di una crisi finanziaria internazionale.

Questi due eventi hanno causato le seguenti principali modifiche nel rapporto banca-impresa:

- 1) La gestione del credito bancario è uscito dal comparto finanziario tradizionale del commercial banking ed ha sempre di più caratterizzato il comparto finanziario della finanza di mercato (ossia del *corporate banking*) garantendo una maggiore trasparenza e coerenza con il profilo di rischio della controparte;
- 2) I prodotti creditizi si calibrano e si specializzano sulle singole componenti del rischio di credito (PD e LGD);
- 3) Gli intermediari bancari hanno accresciuto la loro capacità di diagnosi e analisi della solvibilità delle imprese, individuando con una certa rapidità eventuali segnali di debolezza strutturale delle imprese. Soprattutto di piccole e medie dimensioni, in precedenza attenuate dall'assenza di metodi di valutazioni non sistematici e rigorosi;
- 4) I metodi statistici utilizzati per stimare il rischio di credito utilizzano come variabile principale il capitale circolante e ciò causa non poche difficoltà a quelle imprese *retail* che non riescono ad avere una chiara percezione e controllo del loro patrimonio;
- 5) I paradigmi valutativi della banca cambiano in quanto l'analisi del rischio di credito si spostano da un approccio di diagnosi fondato sul bilancio sulla capienza della garanzie ad un approccio fondato su business plan e sulla capacità prospettica di generare cash flow futuri.

Questi aspetti devono essere confrontate con le specifiche delle aziende clienti per comprendere l'impatto sul sistema economico nel suo complesso.

Innanzitutto, la gestione finanziaria assume una scarsa rilevanza rispetto alla gestione dell'attività produttiva e del business che acquisisce invece un ruolo centrale di riferimento e di traino nel ciclo di vita dell'intero sistema azienda.

Pertanto la gestione finanziaria assume il ruolo di esclusiva gestione del rapporto con le banche e con il sistema di dilazione dei pagamenti nell'ambito dei circuito clienti-fornitori.

Inoltre, il rapporto fra il patrimonio dell'imprenditore e quello dell'impresa diventa un tutt'uno condizionando la formazione dei fabbisogni finanziari di quest'ultima.

Per questo motivo, la domanda di servizi finanziari appare maggiormente guidata dall'esigenza di ottimizzazione dei flussi reddituali e patrimoniali fra famiglia e impresa piuttosto che dalle esigenze strettamente legate alla dinamica d'impresa.

In ultimo, occorre evidenziare, come è emerso dai risultati dell'analisi empirica proposta in questo lavoro, che alcuni servizi finanziari (quali ad esempio quelli di consulenza finanziaria) non sono strutturalmente coerenti con i fabbisogni delle imprese retail di dimensioni più piccole e ciò determina una semplificazione ed una standardizzazione della relazione banca-impresa.

Accanto a queste specificità del sistema azienda in Italia vi sono una serie di fattori strutturali quali ad esempio:

- 1) una presenza strutturale di una leva fiscale asimmetrica sul costo del capitale, che costantemente incentiva il ricorso al capitale di debito a scapito di una corretta pianificazione della capitalizzazione dell'azienda;
- 2) una presenza di un larghissimo numero di aziende, pur eccellenti, che tuttavia stabilizza il proprio percorso di crescita su una dimensione micro oppure piccola, fisiologica e definitiva.

Alla luce di queste trasformazioni riguardanti l'operatività bancaria e la natura del sistema aziendale italiano il nuovo ruolo che sistema bancario potrà svolgere a servizio della crescita delle aziende richiede numerose sfide rilevanti la cui combinazione sarà una scelta responsabile di ciascuna banca, locale o nazionale, per definire il proprio posizionamento competitivo sul mercato e il conseguente modello organizzativo.

Una prima sfida è quella dimensionale: la dimensione è necessaria per l'efficienza, ma la sfida per il futuro è garantire un ampliamento dei servizi consistente con le caratteristiche della domanda e rispettoso della protezione e della valorizzazione delle caratteristiche distintive di una banca locale.

Una seconda sfida è quella del network: le banche più piccole dovranno definire le modalità (aggregative, di fornitura) tali per cui la dimensione ridotta non rappresenti un freno alla diversificazione del portafoglio di offerte quindi alla capacità di supporto delle aziende.

La terza sfida quella della relazione professionale sottolinea invece l'esigenza di una distinzione fra la cultura della "a relazione professionale" (basata sul contenuto tecnico delle soluzioni di offerta) e la cultura della "relazione spontanea" (basata sulla capacità di ascolto e di interazione con il cliente).

Le banche dovranno acquisire informazioni che provengono dal mondo delle imprese e soprattutto impiegare quelle informazioni diffuse a livello centrale e periferico in conoscenze e competenze spendibili e utilizzabili a servizio delle imprese.

Ciò significa spostare il concetto di informazione da una valenza *people specific* (dove le informazioni sono patrimonio delle persone e non dalla banca) ad una valenza *firm specific* (che rende le informazioni sui clienti un patrimonio dell'organizzazione).

La quarta sfida a quella dell'internazionalizzazione rimarca invece il ruolo delle banche come infrastruttura necessaria per lo sviluppo all'estero, per cui il presidio delle tecniche distintive per l'internazionalizzazione delle imprese, soprattutto piccole diviene un fattore chiaro di creazione di vantaggio competitivo.

La quinta sfida a quella della valutazione investe la capacità di mediazione e di sintesi fra istanze molto diverse che convergono tutte sul processo di valutazione delle controparti.

Le banche dovranno giungere ad una efficace combinazione tra il rigore le esigenze di misurazioni oggettive richieste da un sistema di risk management e la presenza di relazioni di medio termine e di informazioni riservate che emergono nella relazione stessa con le imprese.

Ciò non significa affatto abbassare il rigore è la oggettività del giudizio sulla solvibilità della controparte retail piuttosto integrare informazioni difficilmente catalogabili e censibili in un contesto oggettivo.

Gli aspetti organizzativi possono essere concepiti come una variabile strategica sulla quale le banche devono confrontarsi per poter competere con successo nei comparti del *corporate e investment banking*; infatti, la capacità di instaurare dei rapporti di fiducia che lascino intravedere delle prospettive di solidi *cash flow* nel medio/lungo termine rientra sempre di più tra i fattori alla base del loro vantaggio competitivo.

In tal senso le banche locali sono più avanti rispetto alle altre tipologie di banche dal momento che potrebbero sfruttare i loro punti di forza connessi alla vocazione territoriale delle loro scelte strategiche incentrate sulla filosofia del *relationship lending*.

Pur tuttavia la presenza di una rete di filiali abbastanza ramificata sul territorio non è da sola sufficiente per portare a termine con successo strategie di differenziazione dell'operatività di tali banche.

Il passaggio da una struttura organizzativa di tipo funzionale ad una di tipo divisionale rappresenterebbe la soluzione ideale per questo cambiamento.

L'adozione di una struttura organizzativa di tipo divisionale induce le banche a ripensare le proprie politiche di diversificazione e di segmentazione ed anche le modalità distributive e di contatto con la clientela.

Pur tuttavia la realizzazione di una *business unit* focalizzata sul segmento di domanda *corporate* non è una fase immediata per questa tipologia di banche; infatti, la trasformazione dell'identità di tali banche in partner finanziari globali delle imprese necessita di specifiche competenze non

soltanto relazionali ma soprattutto tecniche, finanziarie, fiscali, industriali/settoriali, di pianificazione e controllo strategico.

Tuttavia le banche locali operanti nelle regioni indagate non sono riuscite del tutto ad affiancare alla loro capacità intrinseca di fidelizzare il cliente altrettante competenze finanziarie, manageriali e industriali necessarie per l'implementazione dei servizi di *merchant banking*.

Probabilmente tali banche adottano ancora una logica di concessione del credito di tipo assicurativo che ha come principale conseguenza un'elevata diversificazione del rischio (ottenuta mediante un consistente frazionamento) piuttosto che orientarsi maggiormente verso un'operatività incentrata sul valore della relazione.

Una maggiore preferenza per le relazioni durature con la clientela, dovrà indurre le banche locali a valutare il rischio di insolvenza della clientela non più seguendo una ottica di analisi statica ma valutando la bontà dei progetti imprenditoriali.

Un'altra forma mentis che le banche locali dovranno acquistare per diversificare il loro sistema di offerta verso i servizi di *corporate e investment banking* consiste nella valutazione della profittabilità della relazione con la clientela nel tempo (approccio *relationship oriented*) e non alla singola transazione (approccio *transaction oriented*).

L'adozione di questo nuovo approccio dovrebbe indurre le banche a supportare la clientela anche nelle situazioni di difficoltà finanziaria, nella convinzione di una ripresa nel medio/lungo termine.

Un'altra carenza delle banche locali consiste nella mancanza all'interno del loro assetto organizzativo di un importante ruolo professionale quello del *corporate banker (account manager o client manager)*.

Probabilmente tali banche hanno cercato di sostituire tale profilo con altre figure organizzative ad esempio l'analista del credito o il direttore di filiale²².

A differenza di questi due ruoli professionali il *corporate banker* dispone di un patrimonio cognitivo articolato di tipo finanziario, commerciale e relazionale che gli permette di assolvere alla funzione di anello di congiunzione tra la divisione crediti e la divisione commerciale.

La complessità di tale patrimonio è da ricondursi al fatto che tale ruolo organizzativo ha la responsabilità di una molteplicità di compiti ad esempio la valutazione del potenziale dell'impresa e acquisizione della relazione, la valutazione del merito creditizio, la definizione di interventi di assistenza finanziaria e creditizia, la gestione dei prezzi e il monitoraggio della relazione.

Il *corporate banker* è in grado di sfruttare per finalità commerciali l'informazione acquisita nell'analizzare i rischi finanziari dell'impresa e viceversa di utilizzare le informazioni raccolte per scopi commerciali nell'ambito della valutazione del merito creditizio in maniera tale da diagnosticare in anticipo eventuali ricadute dell'impresa.

Al contempo egli riesce a valorizzare tutte le possibili sinergie informative con gli altri canali distributivi o unità di prodotto della banca.

Con riferimento al servizio di assistenza la complessità di tale servizio può determinare un carico eccessivo per il solo *corporate banker* che, conseguentemente, necessita di un team di specialisti interni alla banca (analisti finanziari e specialisti/consulenti di prodotto) più idonei nei differenti servizi offerti (copertura dei rischi finanziari, finanza mobiliare, finanza straordinaria, finanza strutturata).

L'assenza di questi specialisti all'interno delle banche locali operanti nelle regioni dei distretti tecnologici può fornire una spiegazione dei valori piuttosto marginali della voce di bilancio "commissioni nette per servizi di consulenza" evidenziando la totale incapacità di queste banche di operare nel settore della finanza mobiliare (*corporate finance*) e quindi di realizzare forme di coordinamento all'interno di team di lavoro che si pongono come interfaccia tra l'organizzazione della banca e il cliente.

Un'altra possibile spiegazione della scarsa diffusione dei servizi finanziari avanzati di *corporate banking* nel sistema di offerta delle banche locali campionate può essere ricondotta alla constatazione che in tali banche ha predominato la figura organizzativa del *corporate banker*

²²“Baravelli (2002)”.

“banchiere” consulente globale nei confronti di PMI dalle esigenze finanziarie limitate piuttosto che quella di un *corporate banker* “facilitatore” capace di promuovere all’interno della banca il valore della relazione con il cliente (ovvero non più il consulente che si limita a vendere la banca al cliente ma che vende il cliente alla banca dimostrando la profittabilità della relazione nel tempo).

Per superare tali criticità culturali e organizzative sviluppando una maggiore sinergia tra le loro caratteristiche e l’offerta di servizi di private equity le banche locali possono ricorrere alle seguenti strategie:

- finanziamento dei meccanismi di buy-back;
- promozione della logica del coinvestimento;
- sviluppo di una catena del valore “diffusa”;
- sostegno dei meccanismi di enhancing.

La prima strategia intende fare riferimento alla rilevanza che la capitalizzazione delle imprese assume nell’ambito del rapporto banca-impresa (e quindi sul rating e sull’accesso e sul costo del credito) e nello sviluppo di operazioni di finanza straordinaria.

In modo particolare, il ricorso a un fondo di private equity da parte di un’impresa, oltre a richiedere il superamento di criticità culturali e organizzative, richiede necessariamente il possesso di specifici requisiti dimensionali; infatti, tali fondi non investono al di sotto di una certa soglia di fatturato aziendale che, convenzionalmente, è identificabile nei 20 milioni di euro.

Tale difficoltà dimensionale potrebbe essere superata mediante l’introduzione di una “garanzia” di buy back della quota del fondo da parte dell’imprenditore o dell’impresa.

Ovviamente, la capacità di garantire il buy back può essere sostenuta rafforzata dalla presenza di un finanziamento sottostante che può essere dato secondo la logica dell’erogazione diretta da parte delle banche del territorio o dello schema indiretto via confidi.

La diffusione di una logica di coinvestimento far riferimento all’utilizzo del private equity come strumento di attrazione e moltiplicazione delle risorse destinate alle PMI.

Lo sviluppo del private equity a favore delle aziende più piccole non può essere basato infatti solo su meccanismi di supporto al buy back legati sul sostegno alla domanda, ma anche su meccanismi fondati su supporto all’offerta da parte dei fondi,

in questo senso, uno degli ostacoli all’investimento in aziende più piccola è rappresentato da sempre è strutturalmente dall’eccessivo rischio in rapporto al rendimento atteso.

A tal proposito, è possibile strategia per incentivare gli investitori privati a destinare all’attività di private equity verso le PMI è costituito dalla creazione di fondi paritetici pubblico-privato nei quali in caso di perdita la ripartizione delle stesse è paritetica ma in caso di profitto, la remunerazione dell’investitore pubblico è prefissata e, di conseguenza, quella del privato è variabile.

Tale meccanismo, noto come *up slide leverage scheme*, permette ai privati di coinvestire (e quindi di impiegare meno capitale), sopportando le perdite ma beneficiando in maniera asimmetrica (e quindi vantaggiosa) dei profitti, riequilibrando quella relazione rischio-rendimento.

Al riguardo, la promozione di fondi locali, caratterizzata da meccanismo dell’ *up slide leverage scheme* permetterebbe di moltiplicare significativamente la capacità di intervento nei confronti delle aziende più piccole, anche caratterizzate da una situazione di crisi.

Con riferimento alla strategia di creazione di una catena del valore diffusa, la presenza sul territorio da parte delle banche locali può essere utilizzate in maniera decisiva per l’avvicinamento del private equity alle aziende più piccole.

Ciò per effetto di due differenti meccanismi.

Da un lato, la conoscenza del territorio può contribuire in maniera decisiva potenziare l’attività di *origination*, tale da assicurare cash flow continuativi con riferimento alle PMI.

Dall’altro lato, l’intera catena del valore del processo di private equity (*origination, screening, valutazione, due diligence*) potrebbe essere in larga parte decentrata sul territorio secondo una

logica di corresponsabilità fra fondi di private equity e banche locali sia per abbassarne il costo sia per creare conoscenza nei confronti di aziende dimensionalmente piccole.

La strategia volta a sostenere i meccanismi di enhancing, ossia di garanzia e mitigazione del rischio di insolvenza, può essere realizzata attraverso i confidi, il cui spirito mutualistico e la cui conoscenza del territorio possono giocare un ruolo essenziale nel superamento delle criticità dimensionali.

Tuttavia, l'azione dei confidi deve evolvere da un, pur prezioso è indispensabile, sostegno a finanziamenti ordinari ad un supporto decisivo alle operazioni equity, la cui maggiore rischiosità può ricevere come contrappeso la presenza di incentivi e di finanziamenti ad hoc, provenienti dallo stesso sistema delle banche del territorio.

Riferimenti Bibliografici

- Andersson M., Karlsson C., “*Regional innovation systems in small & medium-sized regions*”, paper n.10, Cesis Working Paper, Kth Royal Institute of Technology, 2004;
- Asheim B., Isaksen A., “*Location agglomeration and innovation: toward regional innovation systems in Norway?*”, in *European Planning Studies*, 5, 3, 1997;
- Azzi A., Bracchi G., “*Quei capitali a caccia di merito*”, in *Atlantide*, n. 4/2005;
- Banca d'Italia, “*Il private equity in Italia*”, *Questioni di economia e finanza*, n. 41/2009;
- Baravelli M., “*Strategie competitive nel corporate banking*”, Bancaria Editrice, Roma 2001;
- Baravelli M., “*Strategie e organizzazione della banca*”, Edizioni Egea, Milano 2003;
- Baravelli M e altri, “*Banche e rischio di credito in Sicilia: riorganizzazione della funzione creditizia e nuove relazioni tra banche e imprese*”, Edizioni Egea, Milano 2002;
- Baravelli M., Omarini A., “*Le strategie competitive nel retail banking: segmentazione della clientela, modelli organizzativi e politiche commerciali*”, Bancaria Editrice Roma 2005;
- Bofondi M., Gobbi G., “*Bad loans and entry into local credit markets*”, *Temi di discussione del Servizio Studi*, Banca d'Italia, n.509 Roma (2004);
- Beccattini G., “*Dal settore industriale al distretto industriale. Alcune considerazioni sull'unità di indagine dell'economia industriale*”, in “*Rivista di Economia e Politica Industriale*”, 5,1,1979;
- Beccattini G., “*Mercato e forze locali: il distretto industriale*”, Bologna, Il Mulino, 1987;
- Beccattini G., “*Il distretto industriale*”, Rosenberg&Sellier, Torino, 2000;
- Beccattini G., “*Dal distretto industriale marshalliano alla distrettualistica italiana: una breve considerazione critica*”, in Qaudrio Curzio e Fortis (2002);
- Bellandi M., “*Il distretto industriale in Alfred Marshall*”, in “*L'Industria*”, 3, 1982;
- Bellandi M., “*Mercati, industrie e luoghi di piccola e grande impresa*”, Il Mulino Editore, Bologna, 2003;
- Bonaccorsi A., Nesci F., “*I distretti tecnologici in Europa*”, Edizioni Franco Angeli Milano 2006;
- Bracchi G., Bechi A., “*Banche, private equity e sviluppo delle imprese*”, in Bracchi G., Masciandaro D. (a cura di) *Le banche italiane e la finanza per lo sviluppo*, Decimo Rapporto Fondazione Rosselli sul Sistema Finanziario Italiano, Edibank, Roma 2005;
- Bracchi G., “*Private equity ed economia italiana*”, Quaderni AIFI sull'investimento nel Capitale di Rischio, Egea, n. 28/2011.
- Bracchi G., “*Il private equity nel nuovo assetto dell'economia italiana*”, Quaderni AIFI sull'investimento nel Capitale di Rischio, Egea, n. 31/2012;
- Braczyk H.J., Cooke P., Heidenreich M., “*Regional innovation systems*”, London, University College London Press, 1998
- Bracchi G., Del Giudice R., “*Il private equity nel nuovo contesto economico-finanziario*”, in Bracchi G., Masciandaro D. (a cura di), *Dopo la crisi. L'industria finanziaria italiana tra stabilità e sviluppo*, Quattordicesimo Rapporto Fondazione Rosselli sul Sistema Finanziario Italiano, Edibank, Roma 2009.
- Bresnahan T., Gambardella A. e Saxenian A., “*Old Economy' Inputs for 'New Economy' Outcomes: Cluster formation in the New Silicon Valleys*”, in “*Industrial and Corporate Change*”, 10(4), 2001;
- Brighi P., “*Il ruolo delle banche regionali nei servizi alle imprese: teorie ed evidenze empiriche del relationship lending*” in Corigliano R.(2006);
- Brusco S., Paba S., “*Per una storia dei distretti industriali italiani dal secondo dopoguerra agli anni novanta*”, in Barca F., “*Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra ad oggi*”, Donzelli Editore, Roma 1997;
- Capizzi V., “*Il patrimonio di competenze alla base dell'attività di investment banking e corporate finance: identificazione dei trend evolutivi*”, Working Paper Università del Piemonte Orientale A. Avogadro Novara 2001;
- Capizzi V., “*L'investment banking in Italia*”, Bancaria Editrice Roma 2007;
- Caruso A., “*Strategie e organizzazione dei servizi di corporate banking:i grandi gruppi e le banche regionali*”, in Corigliano R.(2006);

- Caselli S., *“Corporate banking per le piccole e medie imprese”*, Bancaria Editrice, Roma 2001;
- Cesaroni F., Piccaluga A., *“Distretti industriali e distretti tecnologici: modelli possibili per il mezzogiorno”*, Franco Angeli, Milano 2003;
- Christaller W., *“Central places in southern Germany”*, Jena, Fischer, 1933;
- Comana M., *“Le banche regionali fra credito e gestione del risparmio”*, Bancaria Editrice, Roma 2005;
- Conca V., Ricciardi V., *“Credit crunch, contrazione della liquidità e LBO: quali cambiamenti nel mercato del leveraged finance”*, in *Economia & Management*, n.1, 2009;
- Cooke P. e Huggins R., *“Il cluster dell’alta tecnologia di Cambridge”*, in *“Sviluppo locale”*, n. 16, 2001;
- Cooke P., Uranga M.G., Etxebarria G., *“Regional innovation systems: institutional and organizational dimensions”* in *“Research Policy”*, 26, pp-475-491, 1998;
- Cooke P., *“Regional systems of innovation: an evolutionary perspective”*, in *“Environmental Planning”*, 30, pp. 1563-1584, 1998;
- Corigliano R., *“Corporate banking, credito e finanza delle imprese: strategie per la crescita e ruolo delle banche regionali”*, Bancaria Editrice Roma 2006;
- Crespi F., Pianta M., *“Demanda and innovation in european industries”*, in *“Economia Politica”*, 24, 1, aprile, 2007;
- De Braud C., Gabelli S., *“Corporate banking per le piccole e medie imprese”*. Edizioni McGraw-Hill, Milano 2008;
- De Laurentis G., *“Strategy and Organization of Corporate Banking”*, Edizioni Springer, Berlino 2005;
- De Young R., W.C. Hunter, G. F. Udell, *“The past, present and probable future for community bank”*, in *Journal of Financial Services Research*, vol.25. n.2-3, pp.85-133;
- De Young R., W.C. Hunter, G. F. Udell, *“Whiter the community bank?”* in *Journal of Financial Services Research*, vol 25, n.2-3, pp. 81-84 (2004);
- Dosi G., *“Technical change and economic theory”*, London Pinter, 1998;
- Edquist C., *“Systems of innovation: technologies, institutions and organizations”*, London 1997, Pinter ;
- Enbicredito, *“I fabbisogni professionali e formativi nel settore del credito”* Edizioni Il Mulino Milano 2003;
- Etzkovitz H., e Leydesdorff L., *“The dynamics of innovation: from National Systems and Mode 2 to a Triple Helix of University-Industry-Government Relations”*, *Research Policy*, 29, pp. 109-123 (2000);
- Feldman M., Francis J., *“Entrepreneurs and the Formation of Industrial Cluster”*, in Quadrio Curzio A., Fortis M. (eds.), *Industrial Clusters and Complexity: Theories, Models, Cases*, Verlag, Berlin, 2002;
- Fiordiliso F., *“Manuale del merchant banking”*, Bancaria Editrice Roma 2003;
- Forestieri G., *“Corporate e investment banking”* Edizioni Egea, Milano 2005;
- Forestieri G., Corbetta G., *“Le banche italiane dal credito al merchant banking”*, Mediocredito Lombardo, Studi e Ricerche, Milano 1996;
- Gervasoni A., Bechi A., *“I fondi chiusi di private equity nell’esperienza italiana”*, Il Mulino, Bologna 2007;
- Henderson J.V. *“The sizes and types of cities”*, in *“American Economic Review”*, 64, 1974;
- Isard W., *“Location and space-economy”*, Cambridge, Mass, Mit Press, 1956;
- Krugman P., *“Geography and trade”*, Cambridge Mass., Mit Press, 1991;
- Krugman P., *“What’s new about the new economic geography?”*, in *“Oxford Review of Economic Policy”*, 14, 2, 1998;
- Lavoratorini R., *“Distretti tecnologici e ruolo della banca del territorio: il caso Genova”*, In *Economia e Diritto del Terziario*, n.3, 2008;
- Lazzeroni M., *Distretti tecnologici e sviluppo locale: metodologie di identificazione e di analisi*, Paper presentato al convegno : Sviluppo locale: metodologie e politiche, Napoli, 2004;
- Lucianetti L., *“Profili economico aziendali delle banche locali: una ricerca sul campo”*, Giappichelli Editore, Torino 2008;
- Lundwall B.A., *“Introduction”*, in Lundwall B.A. *“National systems of innovation: towards a theory of innovation and interactive learning”*, London Pinter, pp. 1-19;
- Lundwall B.A e Johnson B., *“The learning economy”*, in *Journal of Industry Studies*, vol. 1, n.2, pp.23-42;
- Losch A., *“The economics of location”*, Jena Fischer, 1940;
- Malerba F., *“Economia dell’innovazione”*, Carocci Editore, Roma, 2000;
- Marshall A., *“Industry and trade”*, London, McMillan, 1920;
- Maskell P., *“Knowledge creation and diffusion in geographic clusters”*, in *International Journal of Innovation Management*, n. 2, pp. 213-237, 2002.;
- Nelson R., Rosenberg N., *“Technical innovation and national systems”*, in Nelson (1993);
- Nelson R., Winter S., *“An evolutionary theory of economic change”*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1993;
- North D., *“Institutions, institutional change and economic performance”*, New York, Cambridge, Mass, Harvard University Press, 1990;
- Palmucci F., *“L’offerta di servizi di corporate banking e la domanda da parte delle imprese”* in Corigliano R.(2006);
- Pelliccioni G., *“Le opportunità e i vincoli per le banche regionali nei servizi di corporate banking”* in Corigliano R.(2006);

- Piccaluga A., *“I distretti tecnologici in Italia: esperienze in corso e prospettive future”*, MIUR, 2003;
- Porter M., *“Clusters and new economics of competition”*, in "Harvard business Review", 1998;
- Preqin, *“Latest Fundraising Figures”* in The Preqin Quarterly Private Equity, April 2012.
- R. Lanzara e M. Lazzeroni, *“Metodologie per l’innovazione territoriale”*, Franco Angeli, 2001;
- Rapporti Osservatorio PEM-LIUC Anni Vari;
- Rullani E. , *“Dimenticare Christaller”* in Economia e politica industriale, n. 107, pp. 45-57, 2000;
- Schiavone F., *“Conoscenza, imprenditorialità, reti: valore e innovazione nei distretti tecnologici”*, Edizioni Cedam 2008;
- Schumpeter J., *“The theory of economic development”*, Munchen-Leipzig, Duncker e Humblot (ed. ingl. Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1934), 1912;
- Storper M., *“Le economie locali come beni relazionali”*, in Sviluppo locale, n. 5, pp. 5-42, 1997;
- Tripoli S., *“L’esperienza italiana dei distretti tecnologici”*, in “Impresa & Stato”, 63-64, 2004;
- Teece D., Pisano G., *“The dynamic capabilities of firms: an introduction”*, in “Industrial and Corporate Change”, 3, 1994;
- Torluccio G., *“Strategie di corporate banking e percorsi di crescita delle imprese”* in Corigliano R(2006);
- Von Thunen J., *“The isolated state”*, London, Pergamon Press, 1826;
- Weber A., *“Theory of the location of industries”*, Chicago Ill, University of Chicago Press, 1909;

APPENDICE 1 - LE BANCHE LOCALI INDAGATE

Regione	Banche Locali
Piemonte	BCC Vagienna, BCC di Caraglio, BCC Casalgrasso, BCC Cherasco, BCC Pianfei, BCC del Canavese, BCC Alba
Lombardia	BCC Bergamasca, BCC Valle Seriana, BCC Basso Sebino, BCC Brescia, BCC Calcio e Covo, BCC Caravaggio, BCC Inzago, BCC Pompiano, BCC Orobica, BCC Garda, BCC Cremonese, BCC Bedizzole, BCC Agrobresciano, BCC Castel Gofredo, BCC Carate Brianza, BCC Cantù, BCC Padana, BCC Cremasca, BCC Alta Brianza, BCC Binasco, BCC Buguggiate, BCC Sesto San Giovanni, BCC Triuggio, BCC Valsabbia Paganella, BCC Adda, BCC Barlassina, BCC Sorisole, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Sondrio, Banca Popolare di Valsabina
Veneto	BCC Adige Po, BCC Alta Padovana, BCC Alto Vicentino, BCC Benaco, BCC Brendola, BCC CentroMarca, BCC Cortina d'Ampezzo, BCC Veneziano, BCC Marca, BCC Monaster del Sile, BCC Marcon, BCC Prealpi, BCC Roana, BCC Romano e S. Caterina, BCC Sant'Elena, BCC Valpolicella, BCC Verona, BCC Trevigiano, BCC San Giorgio, Banca Popolare di Marostica, Banca Popolare Etica, Banca popolare di Vicenza
Emilia Romagna	BCC Reggiana, BCC Ravennate e Imolese, BCC Bologna, BCC Cavola e Sassuolo, BCC Cesena, BCC Forlì, BCC Gradara, BCC Valmarecchia, BCC Romagna Est, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Valconca, Banca Popolare San Felice

APPENDICE 2 – IL PRIVATE EQUITY NELLE REGIONI DEI DISTRETTI TECNOLOGICI (OUTPUT 1)

Numero di Osservazioni = 355

Banche Campionate = 71

R² : stimatore within= 0.3931

R² : stimatore between = 0.0011

R² stimatore OLS = 0.0674

F(16,268) = 10.85 Prob > F = 0.0000

REDDITIVITÀ: VARIABILE DIPENDENTE

Variabili Esplicative	β stimati	Standard Error	t-ratio
TDRS _{Romagna}	-.0024776**	.0011461	-2.16
TDRS _{Lombardia}	-.0021535**	.0005541	-3.89
TDRS _{Piemonte}	.0020658	.0012354	1.67
TDRS _{Veneto}	.0000291	.0006221	0.05
TCRS _{Romagna}	-.0031443	.017865	-0.18
TCRS _{Lombardia}	.0327432**	.0158114	2.07
TCRS _{Piemonte}	.018349**	.0045764	4.01
TCRS _{Veneto}	.0428178	.0219142	1.95
CFRS _{Romagna}	.0075852**	.0020401	3.72
CFRS _{Lombardia}	-.0012612**	.0006273	-2.01
CFRS _{Piemonte}	.0286654**	.0083221	3.44
CFRS _{Veneto}	-.0057621**	.0024579	-2.34
DRS _{Romagna}	-.4008466	.5214546	-0.77
DRS _{Lombardia}	1.844903**	.3346828	5.51
DRS _{Piemonte}	-.0011445	.0023021	-0.50
DRS _{Veneto}	.5601624	.9866148	0.57
Costante	.7300348	.0078625	92.85

F(70,268) = 5.52 Prob > F = 0.0000

** risultati sono significativi ad un livello di fiducia del 5%