Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa

Università Cattolica
del Sacro Cuore

G. VACIAGO - I. CIPOLLETTA - G. COSTA - G. SABATINI
C. SALVATORI - A BABAN

"BANCA E MERCATO DEI CAPITALI AL SERVIZIO DELL'IMPRESA: IL FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI E DELL'INTERNAZIONALIZZAZIONE"

"Sadibatrentotto"

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su
"L'industria bancaria verso gli anni 2020: rigenerazione manageriale"
Castello dell'Oscano - Perugia, 21 marzo 2014

I PARTE

QUADERNO N. 280

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa

Università Cattolica
del Sacro Cuore

G. VACIAGO - I. CIPOLLETTA - G. COSTA - G. SABATINI
C. SALVATORI - A BABAN

"BANCA E MERCATO DEI CAPITALI AL SERVIZIO DELL'IMPRESA: IL FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI E DELL'INTERNAZIONALIZZAZIONE"

"Sadibatrentotto"

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su
"L'industria bancaria verso gli anni 2020: rigenerazione manageriale"
Castello dell'Oscano - Perugia, 21 marzo 2014

I PARTE

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Monte di Pietà, 7 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: bpci-assbb@bpci.it
sito web: www.assbb.it

INDICE

1 – Prof. Giacomo Vaciago

Banca e mercato dei capitali: chi finanzierà la crescita e come. pag. 5

2 – Dott. Innocenzo Cipolletta

Il ruolo finanziario e industriale del *private equity.* pag. 15

3 – Prof. Giovanni Costa

Le Banche per le imprese: internazionalità, innovazione, riequilibrio finanziario e crescita dimensionale. pag. 35

4 – Dott. Giovanni Sabatini

Tendenze dell'intermediazione finanziaria e ricorso diretto ai mercati finanziari. pag. 61

5 – Dott. Carlo Salvatori pag. 79

6 – Dott. Alberto Baban

Banca e finanza per l'impresa innovativa sul mercato globale. pag. 83

Prof. Giacomo VACIAGO
Docente di Economia Monetaria Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

Banca e mercato dei capitali: chi finanzierà la crescita, e come

Abbiamo discusso tante volte del ruolo relativo di due modelli di finanziamento dell'economia: uno principalmente basato sui *mercati finanziari*, dove si negoziano i vari titoli emessi soprattutto dalle imprese e dal settore pubblico; ed un altro basato invece su *intermediari bancari*, che erogano credito e raccolgono (vari tipi di) depositi. Il dibattito riguarda anzitutto il maggiore o minore contributo di ciascuno di quei due modi di finanziamento, dal punto di vista della *crescita*. Ma riguarda anche le diverse caratteristiche delle *crisi* che possono colpire ciascuno dei due modelli, e quindi delle conseguenze che ne derivano per le necessarie politiche che vi pongono rimedio. Diverso, ad esempio, sarà un intervento di "quantitative easing" nei confronti di una situazione di illiquidità da eccessivo pessimismo dei mercati; da un salvataggio nei confronti di una banca, in situazioni di "corsa agli sportelli"; o ancora quando l'economia risultasse "strangolata" da razionamento del credito.
E' d'altra parte vero che nel grande sviluppo dell'attività finanziaria degli anni pre-crisi, si osservava una crescita esponenziale in particolare con riferimento a quanto (il cosiddetto *shadow banking*) collegava quei due modelli: il credito originava prodotti che il mercato finanziario *distribuiva,* anche con garanzia bancaria, e viceversa. La parziale sovrapposizione tra quei due modelli è probabilmente inevitabile (e non sarà certamente eliminata da un po' di "filo spinato" tra le diverse attività). Si pone quindi il problema di capire fino a che punto si possa trascurare tutto ciò: i mutevoli gradi di complementarità/sostituibilità tra i

diversi tipo di attività finanziaria rendono superate le tradizionali distinzioni, all'insegna di nuove complementarità che rimpiazzano passate sostituibilità.
Ma temo che nel nostro caso, queste "fughe in avanti" suonino un po' avveniristiche: per ora, siamo ancora condannati da una ridotta sostituibilità tra i due modelli ed è difficile ipotizzare che uno dei due possa sempre – anche in condizioni di crisi – sostituirsi all'altro, riparandone qualche carenza. Diciamo che, a seconda del problema da risolvere e a seconda delle caratteristiche del sistema finanziario (ad esempio più o meno bancocentrico) uno dei modelli potrà fungere da "ruota di scorta" dell'altro se e quando questo è in temporanea avaria.
Purtroppo, l'esperienza italiana degli ultimi anni non sembra indicare che questa condizione di sicurezza sia stata sempre verificata. Certo non la è stata nel periodo (ma siamo ormai nel 4° anno!) in cui più ha morso la riduzione del credito bancario.

La crisi… prima e dopo la crisi

Se valutiamo gli "errori di previsione" che sono stati commessi dall'OECD[1] nei confronti dell'economia italiana – come per le altre economie della periferia europea, Grecia esclusa – vediamo che la causa principale di una crisi più grave del previsto, *non* è stata l'austerità fiscale (che ci è stata imposta dai mercati e da Bruxelles), ma la mancata trasmissione all'economia della politica monetaria espansiva della BCE, soprattutto nei Paesi – come l'Italia – dove maggiore era il ruolo delle banche e il peso delle piccole imprese. In altre parole, l'economia è risultata frenata nella sua ripresa *post-Lehman-shock* dal tardivo e incompleto risanamento del suo sistema bancario che avrebbe dovuto essere più tempestivo, radicale, e completo di quanto avvenuto nel mondo anglosassone dove la crisi era iniziata nel 2007.

[1] Vedi OECD, *Oecd forecasts during and after the financial crisis: a post mortem*, Parigi, February 2014.

La somma degli errori di valutazione commessi negli anni scorsi, nel giudicare la nostra crisi è sconcertante e preoccupa – ancor oggi – la ridotta consapevolezza che in proposito si registra non tanto nel quotidiano sedicente dibattito politico sui media, ma a livello di istituzioni e di *policy makers*.

Ricordiamone i punti principali:

1) la crisi che inizia nel 2007 è anglosassone ed è dovuta ad eccessi di una finanza privata, sregolata e speculativa. La cosa non ci riguarda, perché noi non abbiamo avuto né bolle speculative né banche avventurose (cioè con *leverage* e *funding gap* eccessivi).

2) L'anno dopo (15 settembre 2008), fallisce Lehman Brothers e si arresta l'economia globale. Non essendo colpa nostra, non c'è nulla che noi si possa (o si debba) fare.

3) Nel frattempo, i Paesi che hanno gravi problemi nelle loro banche provvedono a risolvere quei problemi con iniezioni di capitali pubblici (temporanee nazionalizzazioni). La scomparsa di Lehman Bros. conferma che quando una crisi finanziaria diventa bancaria è troppo tardi per "dare una lezione" ai banchieri. Le banche con rilievo sistemico devono essere salvate ed anche per questo sarebbe bene non avere già - quando arriva una crisi - un debito pubblico elevato: non puoi farne di più proprio quando sarebbe più utile cioè quando serve per far diventare "temporaneamente pubblico" un eccessivo debito privato; e comunque per sostenere l'economia.

4) Nell'ottobre 2009, il neoeletto Presidente del Governo greco si rassegna a rendere nota la verità: il deficit pubblico non è il 3, ma il 13% del PIL e lo stock del debito non è il 60, ma il 120% del PIL. Per il nostro Governo la crisi è solo della Grecia e noi siamo molto

meglio di loro. Abbiamo infatti una grande industria manifatturiera, e se solo guardassimo alla ricchezza (pubblica e privata) invece che al PIL, scopriremmo che il nostro debito è assai piccolo. Purtroppo, non riusciamo a convincerne le agenzie di *rating*, abituate a valutare la sostenibilità di un debito in termini di crescita del reddito che ne garantisce il puntuale servizio e non a guardare al collaterale in termini di patrimonio che (come ogni commercialista ben sa) rileva solo in condizioni di liquidazione, cioè *default*. Finiamo quindi timbrati assieme agli altri *Piigs,* e nel corso del 2010 iniziano a salire i rendimenti dei nostri titoli pubblici rispetto al benchmark tedesco.

5) La crisi si aggrava a partire dall'autunno 2010, quando a Deauville, Francia e Germania concordano sul principio che non si aiutano Stati in difficoltà senza che vi sia un preliminare concorso (*bail in*) dei loro creditori privati. A ben guardare, il principio è di ovvio buon senso e stupisce che lo si fosse fino ad allora trascurato. Per inciso, è quanto si osserva anche nelle "unioni complete" come gli USA: non solo *non* è la Fed a "salvare Detroit", ma neppure è la California a "salvare l'Ohio". Solo al livello federale compete occuparsi di un interesse comune! Come in ogni problema di equità: per evitare che siano i poveri ad aiutare i ricchi, come al margine succederebbe se la Germania "aiutasse" la Grecia.

6) Mentre le agenzie di *rating* continuano a degradarci, la BCE inizia ad acquistare titoli pubblici italiani e spagnoli e scrive ai due Governi quali riforme debbano essere fatte per riequilibrare la situazione macroeconomica: meno debito pubblico e più crescita.
La ricetta non è molto originale: sembrano le Considerazioni Finali del Governatore della Banca d'Italia che già Luigi Einaudi chiamava "Prediche inutili". Madrid ignora la lettera ricevuta da Francoforte; il

nostro Governo diffonde la lettera e promette che farà qualcosa, ma in pubblico replica che in Italia va tutto bene e comunque "i ristoranti sono pieni".

7) La situazione si aggrava e si arriva quindi, nel novembre 2011, ad una prima svolta con un Governo d'emergenza, sorretto (si fa per dire!) da una "grande coalizione". Il nuovo Governo adotta come indicatore della sua politica lo *spread* tra i titoli italiani e quelli tedeschi; e per ridurlo persegue una politica "lacrime e sangue": ulteriori aumenti della tassazione e tagli degli investimenti pubblici. L'austerità fiscale non impedisce, ma anzi aggrava, la perdita di raccolta all'ingrosso delle banche italiane. Nel corso del 2011 si realizza infatti una situazione paradossale: mentre tutti parlano di "crisi del debito sovrano", sono in realtà le banche (anche italiane) il punto più debole del sistema finanziario europeo. Ed è il loro *funding gap* che le induce a ridurre (in gergo: *razionare*) il credito.

8) Di qui l'aggravarsi della crisi economica. La debole ripresa della produzione industriale che nel 2010 aveva salutato l'assorbimento dello *shock-post-fallimento-Lehman* (si noti che in quella occasione la caduta della produzione industriale era stata pressoché simultanea e identica in tutti i Paesi del mondo) si inverte già un anno dopo. La seconda grave recessione in soli sei anni (e questo non è un evento molto frequente nella nostra storia) colpisce di nuovo il settore industriale (che è quello più *credit intensive*) e soprattutto quella parte della produzione industriale che non essendo esportata non può essere finanziata dal resto del mondo. Diciamo che l'unica *domanda effettiva* è quella estera.

9) Perché l'Italia non ha seguito l'esperienza degli altri Paesi che una volta scoppiata la crisi hanno per prima cosa messo in sicurezza le loro banche, con un rilevan-

te impiego di fondi pubblici? Non potevamo farlo perché il nostro debito pubblico era già troppo elevato? Non abbiamo voluto farlo, perché è sempre impopolare "aiutare i banchieri"? O semplicemente non avevamo capito che – da sempre e qualunque sia la causa originaria della crisi finanziaria – la situazione economica è destinata ad aggravarsi in presenza di banche fragili e bisognose di un'energica ristrutturazione del loro bilancio? Il razionamento del credito che ne deriva aggrava la caduta della domanda interna e quindi dell'economia e inizia così un circolo vizioso assai dannoso: se l'attività economica si riduce e ciò rende meno sostenibile il debito pubblico, un'ulteriore dose di austerità fiscale non è certo il rimedio opportuno. E certo non basta a ridurre il *credit crunch*, anzi.

10) Fino all'ultimo, cioè fino al 2013, abbiamo visto all'opera una politica economica che ha continuato a ignorare il principale – da vent'anni!! – problema dell'economia italiana, cioè la mancata crescita. Tutto il dibattito sull'*austerità*; sul rispetto dei numeri del Trattato di Maastricht su deficit e debito (3 e 60% del PIL); sugli *spreads* come decisi da mercati finanziari notoriamente inaffidabili (come chiaramente affermato dal paragrafo 30 del Rapporto Delors, che compie ora 25 anni!); tutto questo bel dibattito ignora l'unica cosa che conta e che conosciamo: da 20 anni, non c'è crescita, cioè non è più vero che ogni generazione vive meglio della precedente!

Tornare a crescere: quando e come

Occorre ricostruire il Paese[2] e rimetterlo in condizioni di crescere. Solo allora avranno soluzione sia i problemi di

[2] Scrive Enrico Letta (il 12 febbraio 2014, cioè pochi giorni prima di dimettersi dalla Presidenza del Consiglio): "L'Italia è ancora fragile, ma è pronta per la ricostruzione".

sostenibilità del debito (privato e pubblico) sia la possibilità di dare occupazione a tanti giovani cui in questi anni abbiamo negato un futuro.

Come è noto, la crescita genera il risparmio che finanzia la necessaria accumulazione di capitale. Nel caso dell'Italia, i motori della crescita – possibile e necessaria – sono soprattutto due: anzitutto, la ricostruzione di un capitale, fisico e umano, invecchiato o comunque non più adatto a quanto esprimerà in futuro la domanda di beni e servizi, interna e internazionale. In secondo luogo, c'è tanta possibile crescita da *catch-up* cioè da riduzione del divario tra la cosiddetta migliore (o *best practice*) e l'attuale organizzazione della produzione. La necessaria modernizzazione, a cominciare da tutto ciò che appartiene o dipende dal settore pubblico, ci rende simili a quanto si sperimenta nei paesi emergenti che crescono per raggiungere come sono organizzati e lavorano i paesi avanzati. La nostra prima opportunità di crescita è… il nostro ritardo: accumulato in vent'anni in cui il Paese - nel suo complesso, e con le dovute eccezioni – non si è mosso.

La ripresa-senza-crescita che in questo difficile 2014 ci caratterizza, e che pur rende appetibili tante nostre eccellenze, non basta a risolvere problemi che la crisi degli ultimi sei anni ha solo aggravato. E' anche a questo scopo che merita riaffrontare il tema del rapporto tra i due modelli di funzionamento prima ricordati. Non c'è solo la crisi, e quindi la necessità di completare il *deleveraging* del nostro settore bancario (se possibile non solo riducendo gli impieghi)[3]: ma serve soprattutto domandarci quanto occor-

[3] Il tema del ridotto potenziale di crescita dovuto alla crisi finanziaria esplosa nel 2008, era stato già discusso a Bruxelles nel 2009, ma per qualche motivo è stato del tutto ignorato dal nostro dibattito di politica economica, che ha continuato a discutere di austerità e di politica monetaria come se vi fosse solo un problema di recessione. Vedi *European Economy, Impact of the current economic and financial crisis on potential output*, June 2009. E' da pensare che la seconda successiva crisi abbia aggravato quel problema di riduzione permanente del nostro sentiero di crescita.

ra fare – e lo ripetiamo da molti anni[4] – anche in termini di riforma e integrazione del sistema finanziario. Nel nostro caso, infatti, il problema prioritario non è tanto quello della *deflazione*, cioè dell'essere troppo inferiore al 2% annuo l'aumento dei prezzi, ma quello della crescita, cioè del non essere superiore almeno al 2% annuo l'aumento reale del reddito. Diciamo che se il reddito non cresce almeno del 4% (medio annuo) nominale, nei prossimi vent'anni, non solo non è sostenibile l'attuale debito pubblico - e ancor meno la sua necessaria riduzione - ma non lo è neppure il sistema di protezione sociale che abbiamo costruito nel secolo scorso.

Abbiamo da un lato, la necessità di proseguire il "*deleveraging* da debiti eccessivi" un po' in tutto il Paese: nel settore pubblico, ma anche nelle imprese private – ambedue da ricapitalizzare. E dall'altro lato, servono capitali per far ripartire la crescita (che poi, una volta avviata, genera il risparmio che la sostiene). Le banche –da sole – non possono bastare proprio perché dovrebbero finanziare la crescita *e* ridurre il debito, cioè fare una cosa e il suo contrario[5]. Ma non era vietato emulare le altrui *best practices,* dall'Irlanda alla Spagna: stavano peggio di noi, e adesso *non* è più così! Ancora di recente[6] a Bruxelles si è manifestata preoccupazione per la prevedibile minor crescita dell'Eurozona nei prossimi anni. Ma qualcuno si è accorto di questo problema, in Italia, e soprattutto: quando cominciamo a dire la verità?

[4] Vedi le prime Considerazioni Finali del Governatore Mario Draghi del 31 maggio 2006, quando ancora non si parlava di crisi, ma già si parlava della necessità della crescita.

[5] Vedi in proposito, il mio *L'Italia risolva i suoi problemi e darà più forza alle armi di Draghi*, Il Sole 24 Ore, 2 marzo 2014.

[6] Vedi European Commission, *Quarterly Report on the Euro Area*, December 2013, pp 7-16.

Dott. Innocenzo CIPOLLETTA
Presidente AIFI, Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

Il ruolo finanziario e industriale del private equity

Le criticità delle imprese

Il tessuto imprenditoriale italiano risulta da sempre dominato da imprese di piccola e media dimensione: questa struttura presenta indubbiamente il vantaggio della flessibilità, fondamentale nel passato per sostenere con successo la competitività del nostro Paese, ma oggi l'eccessiva frammentazione del nostro sistema rappresenta un limite alla crescita della produttività. A ciò si aggiunge il problema, ormai divenuto cronico, della sottocapitalizzazione delle imprese domestiche. La struttura finanziaria italiana si caratterizza per livelli di indebitamento, soprattutto a breve termine, molto elevati e il fabbisogno di finanziamenti bancari rimane in Italia tra i più significativi d'Europa. In un momento di grande difficoltà di accesso al credito, il Centro Studi Confindustria stima la necessità che le fonti di finanziamento non bancario forniscano alle imprese risorse per almeno 90 miliardi di Euro nei prossimi 5 anni, ipotizzando una crescita degli investimenti in linea con il decennio pre-crisi e una stabilità del volume dei prestiti.

Il carattere familiare che contraddistingue la maggior parte delle imprese italiane non fa che acuire questi problemi: la coincidenza del patrimonio tra azienda e famiglia proprietaria, unita alla scarsa managerializzazione, non può che avere riflessi negativi sulle possibilità di sviluppo e di crescita. A questo si aggiunge un problema di natura culturale di "personalizzazione" dell'azienda, che gli imprenditori in molti casi hanno creato, hanno visto svilupparsi nel tempo e dalla quale non hanno alcuna intenzione di separarsi. È evidente, infatti, la riluttanza a condividere con

altri soci o manager professionisti il controllo dell'attività, così come ad aprire la governance a soggetti estranei alla cerchia familiare.

Gli sforzi di adattamento del sistema economico italiano

Malgrado queste criticità, le imprese italiane, in particolare quelle esposte alla concorrenza internazionale, hanno avviato, nel corso degli ultimi anni, processi di adattamento che hanno preso forme diverse. Più in particolare, la globalizzazione in atto, la creazione del mercato interno europeo e l'adesione dell'Italia all'euro hanno comportato una riduzione della produzione di beni e servizi a basso valore aggiunto ed hanno spinto le imprese a focalizzarsi su produzione di gamma più elevata.

Il fenomeno si è manifestato in maniera spontanea e non programmato, dal momento che le produzioni standardizzate a basso valore unitario sono state messe fuori mercato dai nuovi produttori nei paesi emergenti, mentre le produzioni a più alto valore unitario hanno beneficiato di un allargamento della domanda mondiale nel mercato internazionale, grazie al formarsi di una vasta area di appartenenti alla classe media e di nuove imprese che hanno richiesto tali produzioni.

In altre parole, a fronte della perdita di rilevanti volumi di produzioni a basso valore medio concorrenziate dai paesi emergenti, abbiamo assistito al crescere di produzioni a valore medio più elevato ma con volumi più contenuti. La media aritmetica di questi andamenti è stata una crescita zero o anche di una decrescita della nostra economia, che tuttavia ha sottinteso una vasta riorganizzazione della produzione e delle imprese. La statistica ha avuto molte difficoltà a cogliere questi movimenti che sono avvenuti per lo più all'interno dei settori e delle classi merceologiche tipiche del nostro sistema produttivo. Poiché i volumi produttivi che si perdevano erano ben superiori ai volumi produttivi che emergevano, ne è derivato un lungo periodo di riduzione del Prodotto Interno Lordo (PIL). In parte

l'ISTAT ha poi corretto alcune valutazioni, posto che i volumi persi erano qualitativamente diversi dai volumi guadagnati. Resta il fatto che la crescita deludente (o la decrescita) dell'ultimo decennio non descrive un paese immobile, ma ha sottinteso forti cambiamenti strutturali.
Conseguenza di questi cambiamenti è stato un generale *upgrading* delle produzioni italiane e un proteso sforzo verso la qualità delle produzioni nei nostri settori tradizionali: moda, mobilio, alimentari, macchine utensili, componenti, ecc.. Questo sforzo ha implicato ed implica ancora di più investimenti nell'uso di nuove tecnologie, aggregazioni di imprese per acquisire mercati e tecnologie, specializzazioni e ricerca oltre a nuovo personale specializzato.
È un cambiamento di pelle delle imprese italiane che ha permesso a molte di loro di superare una crisi epocale durata oltre 6 anni. Oggi queste imprese hanno un forte bisogno di capitali per continuare a migliorare la qualità delle loro produzioni e per crescere in un mercato mondiale. Non tanto per diventare grandi o medie imprese. In effetti, le imprese italiane manterranno sempre la loro caratteristica di piccole imprese, quasi artigianali, ciò che è la loro grande forza. Ma una piccola impresa nel mercato globale deve essere necessariamente più grande e più strutturata di una piccola impresa che operava solo in un mercato nazionale relativamente ristretto come era il mercato italiano. Ecco allora che c'è bisogno di trasformazioni per le piccole imprese italiane se vogliono restare piccole ma in un mercato più vasto, qual è quello mondiale in cui sono costrette a operare.

Il ruolo del private equity e venture capital

Il private equity, ovvero l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate, può sicuramente rappresentare uno strumento fondamentale per aiutare le imprese a superare gli ostacoli descritti. Il supporto dell'investitore istituzionale, infatti, non si esaurisce nella mera fornitura di capitale, ma ulteriori vantaggi derivano

dal know how manageriale che mette a disposizione dell'azienda per raggiungere importanti obiettivi di sviluppo. L'operatore possiede una profonda esperienza basata su una moltitudine di realtà imprenditoriali diverse, a cui l'impresa può accedere, ricavandone un supporto alla crescita, grazie anche a una maggiore tempestività di accesso in nuovi settori o mercati.
Innanzitutto, con riferimento all'innovazione, che rappresenta uno dei più importanti driver per la crescita economica, alcuni studi internazionali dimostrano il contributo del private equity e soprattutto del venture capital. Una ricerca di Popov e Rosenboom, effettuata su investimenti in 21 Paesi europei nel periodo 1977-2004, ad esempio, dimostra come il 12% dell'innovazione industriale privata derivi dall'attività di private equity. Sempre secondo gli stessi autori, oltre 100 mila brevetti sono imputabili proprio a società private equity backed.
Con riferimento alle imprese di medie dimensioni, inoltre, gli operatori possono fornire un importante supporto alla crescita e all'internazionalizzazione, elementi fondamentali in un contesto come quello
attuale, ma che spesso le imprese italiane non riescono a realizzare a causa dei limiti dimensionali. Con riferimento all'espansione internazionale, in particolare, gli operatori sfruttano network di relazioni, fornendo un contributo fondamentale in termini di contatti con altre realtà, agevolano l'individuazione di partner esteri per acquisizioni o joint venture internazionali e favoriscono i rapporti commerciali delle imprese partecipate con l'estero. A tal proposito, uno studio dell'Università Cattaneo – LIUC, dimostra che in un holding period pari mediamente a 3 anni, le società partecipate incrementano la quota di export rispetto al fatturato in media del 5%, contro circa l'1,5% di un campione di medie imprese italiane. In termini assoluti, l'incremento risulta pari al 60% rispetto all'anno d'investimento. Considerando l'intero incremento dei volumi di ricavi, l'incidenza dell'aumento del fatturato export su quello

totale risulta pari al 48%.
Lo studio "L'impatto economico del Private Equity e Venture Capital in Italia", realizzato da Pricewaterhouse Coopers nel marzo 2013, dimostra che le aziende partecipate da fondi di private equity o venture capital hanno registrato performance migliori rispetto alle altre aziende italiane in termini di ricavi delle vendite e delle prestazioni, EBITDA e occupazione. Tale ricerca ha tenuto conto di un campione di 360 disinvestimenti, di cui 198 di venture capital (early stage ed expansion) e 162 di buy out, realizzati in Italia dal 2003 al 2011. L'analisi ha rilevato che le imprese partecipate dai fondi di private equity e venture capital sono state caratterizzate da una crescita annua dei ricavi pari al 9,8%, oltre il doppio rispetto a quella delle aziende italiane prese come benchmark (4,1%). Per quanto riguarda il tasso occupazionale, a differenza del decremento pari allo 0,2% registrato nel campione di riferimento, le società partecipate da operatori di private equity o venture capital hanno registrato un aumento annuale del 5,4%.
I fondi di private equity sono spesso oggetto di critiche riferite al carattere speculativo e alla modalità di intervento nelle società target. Ad esempio, in molti casi si afferma che gli operatori tagliano il numero di dipendenti, sono "asset strippers" e utilizzano solamente la leva finanziaria per generare un elevato rendimento. Secondo un'analisi di EY ("Myths and challenges – How do private equity investors create value? A study of 2012 European exits"), invece, l'occupazione delle società partecipate è cresciuta del 2% all'anno dal 2005 al 2012, i fondi hanno realizzato più acquisizioni add-on (44%) che dismissioni (10%), funzionali alla rifocalizzazione verso il core business e al riposizionamento su linee di business più profittevoli, e hanno ottenuto performance positive grazie soprattutto ai miglioramenti strategici e operativi.
Nonostante tutti questi aspetti positivi e il ciclo virtuoso che il segmento del private equity e venture capital è in grado di generare, non bisogna dimenticare che non sem-

pre ci sono stati casi di successo e che, soprattutto in passato, il mercato è stato caratterizzato da alcuni eccessi, non solo in Italia ma anche a livello internazionale, che negli ultimi anni, complice la crisi finanziaria, si sono però ridimensionati, a testimonianza della capacità del mercato di auto correggersi. Innanzitutto, secondo i dati PEM, la leva finanziaria in Italia ha raggiunto i valori più alti negli anni 2006 e 2007 (il rapporto net debt/EBITDA era pari rispettivamente a 4,8x e 4,5x), in linea con la situazione internazionale, caratterizzata da ampia disponibilità di debito a basso costo. Le difficoltà delle banche e la crisi di liquidità hanno generato negli ultimi anni un ridimensionamento di questi valori (2,5 nel 2011 e 2,7 nel 2012), insieme ad una riduzione della dimensione media delle operazioni. Strettamente connesso a questo aspetto, si è passati da una ricerca di valore basata su meccanismi di ingegneria finanziaria alla creazione di valore fondata sui fondamentali, che avviene attraverso la crescita dell'azienda e la realizzazione degli obiettivi di sviluppo industriale. L'holding period, infine, negli ultimi anni si è allungato in modo significativo (da 3 anni nel 2006 a quasi 5 nel 2012).
Contemporaneamente gli operatori hanno dimostrato di non volere abbandonare le imprese in portafoglio, soprattutto nei momenti di maggiore difficoltà, fornendo ulteriori capitali quando necessario.

Le caratteristiche del mercato italiano

Nonostante il mercato italiano del private equity e venture capital presenti dimensioni ridotte rispetto agli altri principali Paesi Europei, gli operatori attivi sono circa 160 e, se pur con qualche difficoltà durante la lunga crisi, nel periodo 2008-2012 hanno investito circa 17 miliardi di Euro, distribuiti su più di 1.600 operazioni. Gli ultimi dati disponibili, relativi al primo semestre del 2013, mostrano che l'attività di investimento è cresciuta rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente del 10% in termini di numero e del 62% in termini di ammontare. La maggior parte

degli interventi riguardano imprese di piccole e medie dimensioni, in linea con le caratteristiche del nostro tessuto imprenditoriale, con una grande attenzione verso le start up innovative.
Il comparto più problematico rimane la raccolta sul mercato, che nel I semestre del 2013 si è attestata solamente a 162 milioni di Euro. Le difficoltà riguardano senza dubbio i grandi investitori internazionali, che si trovano in una condizione di scarsa liquidità da poter destinare a favore di nuove sottoscrizioni. A testimonianza di questo, nel periodo pre-crisi (2004-2007) il 54% dei capitali proveniva dall'estero, mentre dal 2008 al I semestre 2013 il peso è sceso al 14%. Rispetto a molti altri Paesi europei, inoltre, in Italia rimane basso il contributo degli investitori istituzionali domestici, soprattutto fondi pensione e assicurazione. È necessario, invece, che gli investitori istituzionali italiani facciano sistema, riportando il capitale e il risparmio all'interno delle aziende e favorendo così il sistema Italia. Da questo punto di vista, bisogna sottolineare alcune delle motivazioni che determinano tale situazione: innanzitutto il calcolo delle commissioni basato sul commitment e non sull'investito, da cui deriva la J-curve sul rendimento, con contabilizzazione di perdite sull'investimento nella fase iniziale. Inoltre, considerando il NAV, attualmente la tempistica di valorizzazione della quota da parte dei fondi di private equity è legata al rendiconto più recente disponibile e non a livello trimestrale con la segnalazione di eventuali eventi eccezionali infraperiodo. I fondi pensione segnalano anche come l'impossibilità di pianificare i richiami successivi all'investimento iniziale possa dare origine a tensioni di tesoreria. Infine, la mancanza di parametri di rendimento che possano fungere sia da termine di confronto delle performance, sia da rendimento atteso comunicato a terzi, rappresenta un ulteriore ostacolo agli investimenti nell'asset class private equity. Su tutti questi fronti, AIFI è impegnata in un Tavolo di Lavoro con Assofondipensione e Mefop, al fine di avvicinare il mondo

della previdenza complementare all'investimento nel nostro settore, a fronte anche di un auspicabile chiarimento sui temi tecnici.
Il ritardo che stiamo accumulando nell'attuazione della Direttiva AIFM danneggia il nostro sistema e crea incertezza tra gli operatori. Se non affronteremo rapidamente questa sfida ora, non riusciremo ad eliminare gli svantaggi competitivi per il nostro Paese, in un contesto concorrenziale che, attraverso il passaporto europeo, ancor più premierà quei regimi regolamentari che saranno in grado di agevolare la localizzazione della struttura di gestione.
Un'altra esigenza urgente è quella di semplificare il quadro regolamentare e gli adempimenti per gli intermediari. Le procedure e le lentezze burocratiche ingessano il nostro Paese. Nel settore del private equity e del venture capital sottolineiamo da anni la necessità di una maggiore chiarezza e di una semplificazione degli adempimenti a carico degli operatori, che dovrebbe riguardare sia il flusso di comunicazioni all'amministrazione finanziaria sia gli obblighi informativi nei confronti delle Autorità di Vigilanza.
L'altra sfida che ci attende, per attrarre i capitali degli investitori, è quella di migliorare in modo decisivo la trasparenza normativa. Gli interventi di leveraged buyout, tecnica utilizzata a livello internazionale per facilitare il ricambio generazionale nelle aziende, i processi di aggregazione delle imprese e la loro internazionalizzazione, non hanno in Italia un inquadramento fiscale chiaro e trasparente: ciò disincentiva i grandi fondi internazionali di private equity ad operare nel nostro Paese. AIFI sta cercando di risolvere le incertezze del trattamento fiscale, dialogando da oltre un anno con i vertici e gli uffici operativi dell'Amministrazione finanziaria. Attendiamo al più presto una risposta alla nostra istanza.
Come già accennato si auspica un'azione di sistema che li coinvolga. È opportuno che questi investitori, sull'esempio di quanto accade in altri Paesi, convoglino il risparmio

privato verso l'economia reale attraverso l'intervento di fondi specializzati che possono veicolare i capitali istituzionali verso imprese e iniziative che altrimenti difficilmente potrebbero svilupparsi e internazionalizzarsi.
Questo è tanto più importante in questa fase di vigilia della ripresa economica che potrebbe anche essere più forte di quanto fin qui ipotizzato. La ripresa favorirà la richiesta di finanziamento da parte delle imprese in un periodo in cui il sistema bancario italiano ed europeo si deve confrontare con i più stringenti requisiti di capitale indotti dalle autorità europee. Sarà un momento di ulteriore difficoltà per le imprese italiane a trovare qui capitali necessari per crescere e per rispondere a una ripresa della domanda. È in queste circostanze che il ruolo della finanza alternativa, quali sono i fondi di private equity e venture capital, può dare un contributo essenziale all'auspicata uscita della nostra economia dal ciclo recessivo finora vissuto.

AIFI

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

L'industria bancaria verso gli anni 2020: rigenerazione manageriale

Il ruolo finanziario e industriale del private equity

Innocenzo Cipolletta
Presidente AIFI
Milano, 21 marzo 2014

Agenda

- Le criticità delle imprese
- Il ruolo del private equity e venture capital
- Le caratteristiche del mercato italiano

2

Agenda

- Le criticità delle imprese
- Il ruolo del private equity e venture capital
- Le caratteristiche del mercato italiano

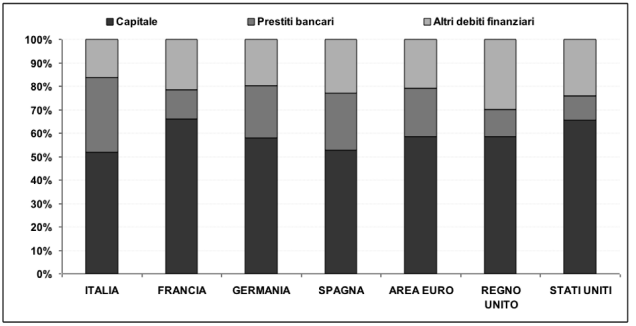
3

Le difficoltà delle imprese italiane

- Il tessuto imprenditoriale italiano risulta da sempre dominato da imprese di piccola e media dimensione: questa struttura presenta indubbiamente il vantaggio della flessibilità, fondamentale nel passato per sostenere con successo la competitività del nostro Paese, ma oggi l'**eccessiva frammentazione** del nostro sistema rappresenta un limite alla crescita della produttività.
- A ciò si aggiunge il problema, ormai divenuto cronico, della **sottocapitalizzazione** delle imprese domestiche. La struttura finanziaria italiana si caratterizza per livelli di **indebitamento**, soprattutto a breve termine, molto elevati e il fabbisogno di finanziamenti bancari rimane in Italia tra i più significativi d'Europa.
- Il carattere familiare che contraddistingue la maggior parte delle imprese italiane non fa che acuire questi problemi: la coincidenza del patrimonio tra azienda e famiglia proprietaria, unita alla **scarsa managerializzazione**, non può che avere riflessi negativi sulle possibilità di sviluppo e di crescita. A questo si aggiunge un problema di natura culturale di "personalizzazione" dell'azienda, che gli imprenditori in molti casi hanno creato, hanno visto svilupparsi nel tempo e dalla quale non hanno alcuna intenzione di separarsi. È evidente, infatti, la **riluttanza** a condividere con altri soci o manager professionisti il controllo dell'attività, così come **ad aprire la governance** a soggetti estranei alla cerchia familiare.

4

La composizione delle passività delle imprese



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

5

Gli sforzi di adattamento del sistema economico italiano

- Le imprese italiane, in particolare quelle esposte alla concorrenza internazionale, hanno avviato, nel corso degli ultimi anni, **processi di adattamento** che hanno preso forme diverse.
- In particolare, le produzioni standardizzate a basso valore unitario sono state messe fuori mercato dai nuovi produttori nei paesi emergenti, mentre le **produzioni a più alto valore unitario** hanno beneficiato di un allargamento della domanda mondiale nel mercato internazionale.
- La media aritmetica di questi andamenti è stata una **crescita zero o anche una decrescita della nostra economia**, che tuttavia ha sottinteso una **vasta riorganizzazione della produzione e delle imprese**.
- Conseguenza di questi cambiamenti è stato un generale **upgrading delle produzioni italiane** e un proteso **sforzo verso la qualità** delle produzioni nei nostri settori tradizionali. Questo sforzo ha implicato ed implica ancora di più **investimenti nell'uso di nuove tecnologie, aggregazioni di imprese per acquisire mercati e tecnologie, specializzazioni e ricerca oltre a nuovo personale specializzato**.
- Oggi queste imprese hanno un forte **bisogno di capitali** per continuare a migliorare la qualità delle loro produzioni e per crescere in un mercato mondiale. C'è bisogno di **trasformazioni per le piccole imprese italiane se vogliono restare piccole ma in un mercato più vasto.**

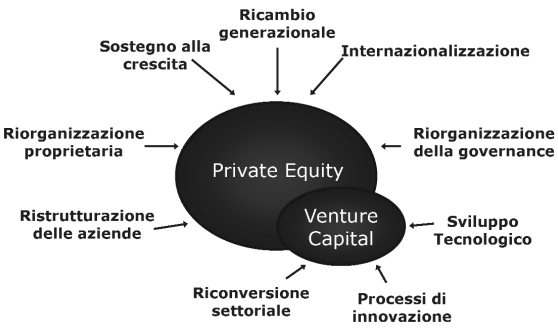
6

Agenda

- Le criticità delle imprese
- Il ruolo del private equity e venture capital
- Le caratteristiche del mercato italiano

7

Quando ricorrere al private equity

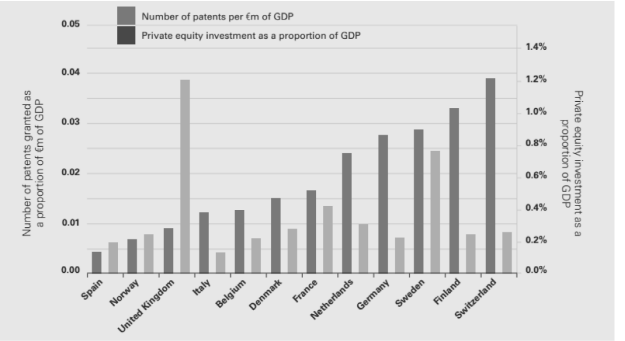


8

Private equity e brevetti in Europa

Sviluppo tecnologico

Investimenti di private equity e numero di brevetti in percentuale del PIL (2007-2011)



Fonte: Frontier Economics (2013), "Exploring the impact of private equity on economic growth in Europe. A report prepared for the EVCA"

9

Il contributo del private equity all'internazionalizzazione

Internazionalizzazione

Gli operatori di private equity e venture capital:

- sfruttano network di relazioni internazionali;
- forniscono un contributo fondamentale in termini di contatti con altre realtà;
- agevolano l'individuazione di partner esteri per acquisizioni o joint venture internazionali;
- accelerano i processi di internazionalizzazione;
- favoriscono i rapporti commerciali delle imprese partecipate con l'estero.

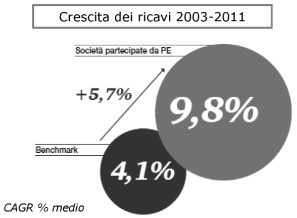
- In un holding period pari mediamente a 3 anni, le società partecipate incrementano la quota di export rispetto al fatturato in media del 5%, contro circa l'1,5% di un campione di medie imprese italiane.
- In termini assoluti, l'incremento risulta pari al 60% rispetto all'anno d'investimento.
- Considerando l'intero incremento dei volumi di ricavi, l'incidenza dell'aumento del fatturato export su quello totale risulta pari al 48%.

Fonte: PEM®

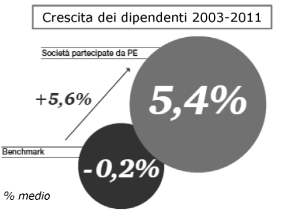
10

L'impatto economico del private equity e venture capital in Italia

Sostegno alla crescita



Crescita dei ricavi delle aziende partecipate significativamente più alta di quella del PIL italiano (2,4%)

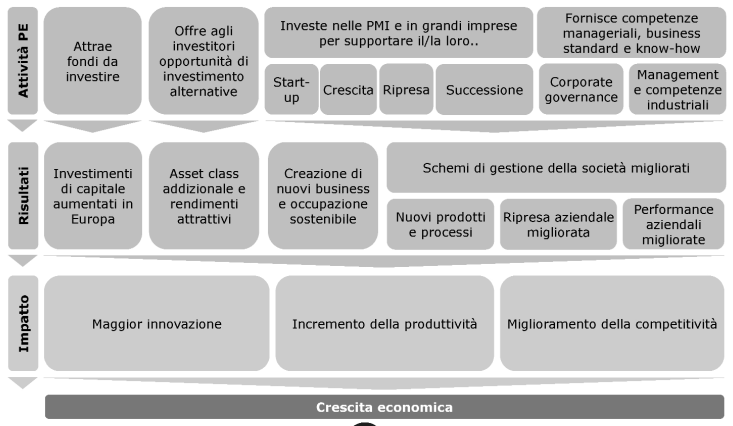


Crescita del tasso di occupazione delle aziende partecipate significativamente più alta di quella occupazionale italiana (-0,1%)

Nota: campione di 360 disinvestimenti realizzati tra il 2003 e il 2011
Fonte: PwC

11

Il ciclo virtuoso del private equity



12

Evidenze che sfatano i luoghi comuni sul private equity

Da una ricerca di EY emergono delle evidenze che sfatano i principali luoghi comuni sul private equity:

LUOGO COMUNE	EVIDENZE DELLO STUDIO
Nelle aziende target diminuisce l'occupazione	L'occupazione è cresciuta del 2% all'anno dal 2005 al 2012. La produttività è migliorata del 7%.
Gli operatori di private equity sono «asset strippers»	I fondi hanno realizzato più acquisizioni add-on (44%) che dismissioni (10%). Queste ultime sono state funzionali alla rifocalizzazione verso il core business e al riposizionamento su linee di business più profittevoli.
Il rendimento generato deriva solamente dall'elevato utilizzo di leva finanziaria	La componente principale che genera il rendimento è legata ai miglioramenti strategici e operativi apportati dall'operatore di private equity (più del 35%).

Fonte: EY, "Myths and challenges – How do private equity investors create value? A study of 2012 European exits"

13

Le principali criticità del private equity

- **Eccessivo utilizzo della leva finanziaria**: secondo i dati PEM, la leva finanziaria in Italia ha raggiunto i valori più alti negli anni 2006 e 2007 (il rapporto net debt/EBITDA era pari rispettivamente a 4,8x e 4,5x), in linea con la situazione internazionale, caratterizzata da ampia disponibilità di debito a basso costo. Le difficoltà delle banche e la crisi di liquidità hanno generato negli ultimi anni un ridimensionamento di questi valori (2,5 nel 2011 e 2,7 nel 2012), insieme ad una riduzione della dimensione media delle operazioni
- **Investimento basato su pura ingegneria finanziaria**: negli anni precedenti la crisi la componente principale del rendimento degli operatori di private equity era rappresentata dall'arbitraggio sui multipli. Oggi, come emerge da uno studio di EY, l'elemento chiave è la leva operativa, vale a dire la crescita reale del valore dell'azienda
- **Ottica di breve periodo**: strettamente collegato al punto precedente, negli ultimi anni si è osservato un allungamento dell'holding period medio (passato da 3 anni nel 2006 a quasi 5 nel 2012). Contemporaneamente gli operatori hanno dimostrato di non abbandonare le imprese in portafoglio, soprattutto nei momenti di maggiore difficoltà, fornendo ulteriori capitali quando necessario

Fonte: PEM®, EY, "Myths and challenges – How do private equity investors create value? A study of 2012 European exits"

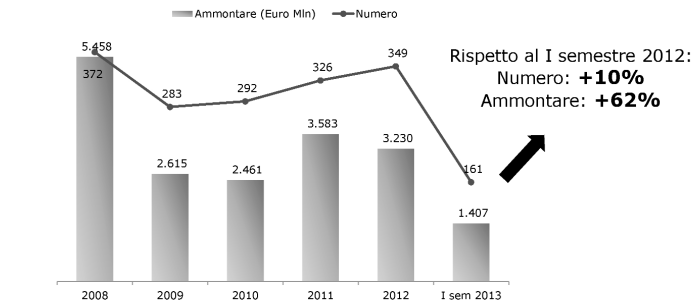
14

Agenda

- Le criticità delle imprese
- Il ruolo del private equity e venture capital
- Le caratteristiche del mercato italiano

15

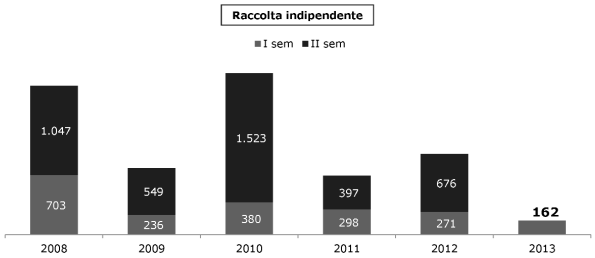
Il mercato italiano del private equity e venture capital: gli investimenti



Fonte: AIFI-PwC

16

L'evoluzione dell'attività di raccolta



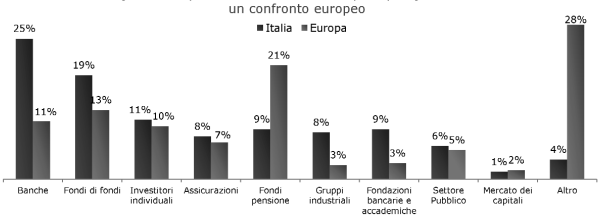
Nel periodo pre-crisi (2004-2007) il 54% dei capitali proveniva dall'estero, mentre dal 2008 al I semestre 2013 il peso è sceso al 14%

Fonte: AIFI-PwC

17

La necessità di un crescente peso degli investitori istituzionali

Distribuzione dell'origine dei capitali raccolti sul mercato per tipologia di fonte dal 2007 al 2012: un confronto europeo



Alcuni ostacoli all'investimento

- **Commissioni:** attualmente applicate sul commitment anziché sull'investito. Da ciò deriva la J-curve sul rendimento, con contabilizzazione di perdite sull'investimento nella fase iniziale. Si rileva che nel caso d'investimento in fondi di secondario l'impatto della J-curve è minore.
- **Valorizzazione NAV:** attualmente la tempistica di valorizzazione della quota da parte dei fondi di private equity è legata al rendiconto più recente disponibile. Auspicabile una valorizzazione più frequente (i.e. trimestrale).
- **Informativa:** indispensabile un'informativa accurata e continuativa.
- **Governance e controllo:** importante istituire presidi di governance e appropriati sistemi di controllo.
- **Rendimento:** prioritario il ruolo di riduzione della volatilità degli attivi nel rendimento, rispetto all'extra rendimento.

Fonte: AIFI-PwC, EVCA

18

Le proposte AIFI a sostegno del settore

- accelerare il recepimento della Direttiva AIFM;
- semplificare il quadro regolamentare e gli adempimenti per gli intermediari introducendo una "vigilanza proporzionale";
- eliminare l'incertezza sul trattamento fiscale delle operazioni di LBO e migliorare in modo decisivo la trasparenza normativa
- promuovere un'azione di sistema per spingere gli investitori istituzionali italiani a convogliare il risparmio privato verso l'economia reale, attraverso i fondi di private equity e venture capital

19

Prof. Giovanni COSTA
Vice Presidente del Consiglio di Gestione di Intesa Sanpaolo e Presidente Cassa di Risparmio del Veneto, Docente di Strategia d'Impresa Università di Padova

Le Banche per le imprese: internazionalità, innovazione, riequilibrio finanziario e crescita dimensionale

Le turbolenze finanziarie di questi ultimi anni sono contemporaneamente causa ed effetto: a) dell'incapacità dei sistemi economici avanzati di mantenere un adeguato tasso di crescita senza generare un aumento di debito pubblico e privato (J.Attali); b) dell'inadeguatezza dei sistemi di governance della finanza a livello nazionale e sovranazionale; c) dell'insufficiente ruolo della politica nel superamento di squilibri nella distribuzione del reddito, dei diritti e delle responsabilità. L'effetto cumulato di questi fattori sta generando forti discontinuità che richiedono una capacità di tutti gli attori di riconsiderare i propri ruoli sociali, i comportamenti economici e le stesse mappe mentali. Nulla sarà più come prima. Anche per quelle economie regionali che con argomenti non del tutto infondati rivendicano alcune particolarità in grado di preservarle da talune contaminazioni.

Certo, alcune caratteristiche dell'economia di alcune regioni viste fino a ieri come un limite, sembrano oggi rassicurare. L'economia reale della vecchia manifattura prevale sull'economia finanziaria che in ogni caso qui produce più risparmi che debiti. Il sistema delle banche, grandi e piccole, ha un forte radicamento territoriale che in questa circostanza potrebbe dare un grosso aiuto. Il serbatoio d'imprenditorialità è ricco e ha sempre dimostrato di trovare soluzioni e occasioni prima e meglio di altri. Ma nell'economia globalizzata, non ci si salva da soli. Non ci si salva chiudendosi. Per rimettere al centro l'economia reale

bisognerà non solo completare il disegno europeo con una più ampia governance politica, finanziaria e monetaria ma anche riscrivere le regole e ricostruire un senso etico dell'agire economico.

Purtroppo queste regole sono state finora più efficaci nel limitare l'operatività delle banche dell'economia reale che nel controllare le grandi banche d'affari. I Regolatori vecchi e nuovi dovrebbero fare attenzione non solo ai rapporti patrimoniali ma anche alla dinamica reddituale. Detto più semplicemente, se la ricchezza di un Paese non cresce, non ci sarà mai un rapporto ottimale debito/Pil che possa rimettere in moto la crescita. Se un'impresa non ha prodotti e servizi che incontrano i gusti dei clienti non ci sarà mai un'adeguata iniezione di capitale di credito o di rischio che possa costituire un'alternativa all'innovazione. Se una banca non guadagna, non ci sarà mai un'adeguata dotazione di capitale che la possa salvare o dare tranquillità ai suoi depositanti.

Lo sforzo dei Regolatori sembra essere rivolto essenzialmente a irrobustire i parametri patrimoniali come deterrente al rischio, e a condizionare attraverso minute regole la possibilità della banca di esporsi a rischi troppo elevati. A posteriori sembra a qualcuno di poter affermare che un modo siffatto di procedere potrebbe non eliminare il rischio e aumentare l'entropia del sistema contribuendo alla stagnazione se non alla recessione. Più che l'eliminazione del rischio, i Regolatori dovrebbero incoraggiare la capacità di gestirlo aumentando la professionalità degli operatori bancari in ordine alla comprensione di un business plan o alla copertura e ripartizione del rischio attraverso cartolarizzazioni, Abs e così via. In termini metodologici più che puntare a sistemi algoritmici da applicare in maniera indifferenziata a tutte le fattispecie aziendali e bancarie potrebbe essere opportuno adottare sistemi contingenti basati su un mix di parametri patrimoniali e reddi-

tuali in grado di responsabilizzare il decisore e di tener conto di aspetti qualitativi della situazione aziendale.

La stessa logica andrebbe estesa alle imprese e al rapporto tra debito sovrano e Pil. Senza crescita lo sforzo di migliorare tale rapporto sarà vano. La spesa pubblica ha un ruolo imprescindibile nel rimettere in moto la crescita. Ma per riappropriarsi di questo ruolo, data la scarsità di risorse, è necessario riconvertire in spesa produttiva l'enorme spesa improduttiva dilatata all'inverosimile con mere finalità di acquisire consenso. Il Governo deve diventare molto più selettivo e concentrarsi sugli investimenti in grado di aumentare la competitività delle imprese, migliorare l'efficienza del sistema-paese, accrescere il dinamismo sociale (meritocrazia) senza intaccare la coesione sociale e la solidarietà. Un ruolo fondamentale lo hanno però gli imprenditori che devono tornare a innovare. Per poterlo fare devono strutturarsi meglio in termini di dotazione patrimoniale, di dimensioni, di apertura internazionale e di competenze gestionali. Se lo Stato fa la sua parte, banche e imprese possono rimettere in movimento i driver della crescita.

Le banche e le altre istituzioni finanziarie

Molti accusano le banche di non fare credito. Premesso che fare credito è il loro mestiere a meno di negare se stesse, vediamo di capire cosa sta accadendo. Esiste un problema del credito che non si risolve esasperandolo o colpevolizzando le banche. La Bce è intervenuta iniettando liquidità con i famosi Ltro. In assenza di tale liquidità nell'acme della crisi finanziaria, le banche avrebbero dovuto chiudere del tutto i rubinetti e i tassi, compresi quelli del debito pubblico, sarebbero arrivati a livelli intollerabili. Questo non è avvenuto.

C'è chi sostiene che la causa della crisi finanziaria vada ricercata nell'enorme quantità di risorse finanziarie che l'ineguale distribuzione della ricchezza ha concentrato in poche mani. Questa finanza, alla ricerca di rendimenti più

elevati, si è sottoposta a rischi crescenti. Qualcosa di analogo era già avvenuto in Italia quando i salari erano depressi. I lavoratori più determinati hanno assunto i rischi del lavoro autonomo e dell'impresa nel tentativo di migliorare la loro situazione trasformando in capitale la sola risorsa di cui disponevano, il lavoro. Dopo i primi che ce l'hanno fatta negli anni Settanta e Ottanta, sembrava una strada percorribile da tutti. Ma poi è arrivata la crisi a mettere in ginocchio molti imprenditori.

Questi non possono essere lasciati soli, adesso che sono in difficoltà. Non devono neanche essere ingannati o illusi. I tempi della crescita facile sono finiti. Facile per modo di dire. Perché è stata realizzata con enormi costi individuali ed è stata favorita da un superlavoro, da una congiuntura che trascinava un po' tutti al rialzo, da un credito che era concesso guardando negli occhi piuttosto che nei bilanci, da un fisco meno vorace e più permissivo. Tutto ciò consentiva l'accumulo iniziale di capitale e di esperienza e il decollo dell'impresa. Queste condizioni appartengono al passato. Fare l'imprenditore, ancorché piccolo, è un mestiere che non s'improvvisa. Le associazioni di categoria oltre a dare il supporto psicologico, e a richiamare l'attenzione del governo e delle banche, dovrebbero favorire un fisiologico processo di selezione e l'aggregazione dei piccoli imprenditori promuovendo l'incontro tra capitale di rischio e competenze adeguate.

Le restrizioni del credito sono una realtà difficile da negare ed è più utile cercare di spiegarla piuttosto che giustificarla o, peggio, occultarla. Il grado di rischiosità di un affidamento richiede un proporzionato accantonamento di capitale e in una situazione di scarsa liquidità, l'allocazione del credito con criteri ponderati al rischio consente, a parità di ogni altra condizione, di aumentare il volume concesso e di far pagare il giusto: far pagare di più chi trasferisce troppo rischio alla banca e meno chi riesce a conte-

nere tale rischio. La conseguenza non è necessariamente meno credito a un prezzo più elevato.

Gli operatori della banca dovrebbero essere messi nelle condizioni di dedicare più tempo alla relazione consulenziale con l'azienda cliente, aiutandola a migliorare il proprio merito di credito e quindi da un lato a trovare le forme di credito appropriate e la giusta combinazione tra capitale proprio e capitale di credito. Da un altro lato, a ottenere le migliori condizioni consentite da una corretta valutazione del merito di credito e al suo miglioramento. Un accordo recentemente concluso tra la Cassa di Risparmio di Venezia (Gruppo Intesa Sanpaolo) e la Confindustria di Venezia cerca di costruire gli strumenti per ottenere questo risultato valorizzando anche gli asset intangibili che non sempre trovano riscontro nei dati di bilancio pur costituendo un indicatore fondamentale (almeno pari agli indicatori patrimoniali) della capacità dell'impresa di produrre reddito e onorare i propri impegni.

La creazione di queste condizioni non è scontata perché richiede nelle banche profondi cambiamenti che ridisegnino il loro assetto organizzativo, la natura del servizio che forniscono e le competenze professionali degli addetti. La corretta allocazione della liquidità richiede, infatti, nuove professionalità in grado di dialogare con l'economia reale, di capire le dinamiche d'impresa in un contesto globale, di dare un prezzo al rischio. Professionalità che le banche, un tempo abituate a risorse in esubero, possiedono in maniera ancora ridotta.

Queste considerazioni non devono mettere in discussione il ruolo dei Regolatori. Questi hanno un difficile compito di prevenire situazioni di difficoltà strutturali delle nostre banche. L'*Asset Quality Review* in corso servirà a togliere ogni dubbio sulla loro solidità magari dopo aver introdotto dei correttivi quando necessari. Ricordo per inciso che per

ricapitalizzare le banche, la Germania ha messo 64 miliardi di soldi pubblici, il Regno Unito 82, Spagna 60, Francia 25 e l'Italia 6 (sotto forma di prestito a un tasso molto elevato). Attenzione però, un'iper-regolazione alla fine deresponsabilizza e non aiuta. I CdA delle banche oggi impiegano più tempo a rispondere ai Regolatori che a discutere di business.

In conclusione, l'attenzione ossessiva ai parametri patrimoniali (quanto capitale hai?) trascurando quelli reddituali (quanta ricchezza sei in grado di creare?) sta un po' irrigidendo i rapporti tra Regolatori e banche e tra queste e le imprese. Come del resto quelli tra Ue e Stati nazionali. Dovremmo cercare tutti di non avvitarci in una visione statica e contabile dell'economia che frena l'innovazione, la progettualità e il superamento della crisi, quando non diventa un fattore di prolungamento della crisi.

Le imprese

Gli imprenditori devono tornare a innovare. La registrazione delle carenze in termini di dimensione, d'investimenti in ricerca e sviluppo, di dotazioni infrastrutturali e dell'efficienza del sistema-paese, di presidio dei settori a maggiore contenuto tecnologico e così via, non è di grande utilità per rimettere a breve in moto il sistema produttivo. La rimonta di questi *svantaggi competitivi* non potrà che avvenire in tempi medio lunghi. Nel breve esistono però concrete possibilità di partire dalla situazione esistente cercando di valorizzare la nostra capacità di intervenire con innovazioni anche in settori tradizionali attraverso riposizionamenti strategici, miglioramenti gestionali. Esiste una grande quantità d'imprese che potrebbero operare questa riconversione e altre che possono ancora nascere.

Cosa lo ha finora impedito? Probabilmente una carenza di spirito imprenditoriale capitalistico che è stata a lungo occultata dalla retorica dell'imprenditorialità diffusa, incapace di concepire progetti di largo respiro, con orizzonti

temporali sufficientemente ampi e risorse finanziarie adeguate. Eppure in tempi non lontanissimi, pur con le stesse carenze, l'imprenditorialità di molte regioni è riuscita a creare onde lunghe di sviluppo mobilitando forze «deboli», come è avvenuto nel tessile abbigliamento, nell'occhialeria, nell'agroalimentare e in molti segmenti della meccanica.

Le imprese leader, contornate da schiere di ottimi follower, che si sono imposte nei decenni passati, oggi sembrano ferme. Di nuovi protagonisti non ne appaiono e quelli affermati amministrano talora molto bene i loro successi, e i loro patrimoni, o poco più. Improbabile che da loro arrivino nuove idee. Sarebbe già un successo se conservassero le posizioni. Solo che in un mondo dove tutto cambia, non si può stare fermi. Occorre puntare anche su nuove imprese per nuovi prodotti in nuovi settori senza trascurare le competenze accumulate nei settori tradizionali che ruotano attorno all'immagine del Made in Italy.

Si calcola che il mercato di prodotti, non necessariamente contraffatti ma sicuramente fatti male, che nel mondo propongono le idee del made in Italy, vale dai cinquanta ai sessanta miliardi di euro. Una somma enorme di cui l'Italia dovrebbe riappropriarsi prima che lo facciano gli altri che hanno dimostrato di catturare e imporre standard. In Italia la pizza e la pasta fanno parte della cultura alimentare e culinaria, eppure l'idea di inserirle in un «concept» innovativo di ristorazione è venuta a Pizza Hut che ne ha fatto un successo mondiale. L'Italia ha inventato prodotti come il cappuccino, il caffè espresso, i gelati ma ha lasciato a Starbucks, Nestlé-Nespresso, Baskin-Robbins l'opportunità di farne dei business mondiali. Solo recentemente assistiamo a qualche a qualche fermento con Grom (gelati), Eataly (*italian food*) e con la diversificazione intrapresa da IllyCaffé (thé, cioccolato, vino, soft drink).

I tedeschi esportano più di noi non solo nelle automobili e

nei macchinari ma anche nell'alimentare. La percentuale del nostro export in questo settore è inferiore a quello della Germania, che esporta il 27,5% della propria produzione alimentare (latte e derivati, carni, cioccolata, the e caffè). L'Italia riesce a esportare solo il 19% di quanto produce nell'alimentare e tale percentuale è talvolta inferiore anche a quella di altri settori del made in Italy[1]. Per affermare, oltre ai casi citati, l'agroalimentare italiano su scala globale sarebbe necessario organizzare la fase di commercializzazione oppure allearsi con grandi catene di distribuzione multinazionale (che in Italia non esistono). Se l'Italia raggiungesse la Germania nella percentuale di export su fatturato nazionale dell'agroalimentare realizzerebbe un aumento delle esportazioni di quasi 10 miliardi di euro (oggi siamo a quota 24,3 miliardi).

È l'Ikea che vende i mobili italiani: Ikea è, infatti, il maggiore acquirente al mondo di mobili italiani. Il Gruppo acquista in Italia l'8,24% dei prodotti, la maggioranza dei quali viene da Veneto (38%) e Friuli Venezia Giulia (30%). L'Italia rappresenta il quinto mercato di vendita con circa il 5-6% del fatturato globale di Ikea, ma è il terzo mercato di approvvigionamento dopo Cina e Polonia. Dati più recenti collocherebbero l'Italia al primo posto tra i Paesi fornitori.

Questi esempi sono la dimostrazione che la capacità manifatturiera non basta più. È la dimostrazione che il presidio della produzione non è più in grado da solo di garantire ricchezza e occupazione qualificata a un settore o a una nazione. Per salvaguardarne il ruolo, la manifattura deve essere integrata dalla capacità di organizzare la catena del valore dalla concezione del prodotto, alla produzione e alla sua distribuzione con il sostegno di complessi servizi

[1] "Le esportazioni del settore alimentare di Italia e Germania: un confronto", *Paper del Servizio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo*, Settembre 2012.

finanziari, logistici e di marketing; che è proprio quello che fa il quartier generale di Ikea più con ingegneri ed economisti aziendali che con falegnami. Quello che fanno nei settori più tecnici del *business to business* molte medie imprese che hanno in comune la fuoruscita dal distretto di origine attraverso gli investimenti diretti esteri, i soli in grado di assicurare sviluppo internazionale e conservare la tenuta di occupazione qualificata in patria. Cosa possono fare le banche per aiutare le imprese, soprattutto quelle di minori dimensioni, a trovare una nuova collocazione in filiere più lunghe ed estese in campo internazionale?

C'è nel nostro paese un diffuso spirito anti-impresa di cui sono vittime gli stessi imprenditori quando si mettono alla ricerca di « altro » per giustificare il loro ruolo. Gli sciagurati cantori della decrescita in questi ultimi anni sono stati accontentati anche se i loro inconsapevoli seguaci cominciano a capire che questa decrescita non è poi così felice come voleva far loro credere Latouche. Lo capisce soprattutto quel 45% di giovani che non trovano lavoro o non hanno nemmeno cominciato a cercarlo.

Alcuni dati Cerved[2] sembrano evidenziare che chiudono non solo aziende in difficoltà ma anche aziende in salute. Ci sono casi eclatanti di famiglie che sono uscite. Alcune per trasformarsi semplicemente in rentier, altre perché costrette da errori strategici. Tutte adducono varie giustificazioni che hanno in comune le avverse condizioni del sistema Paese, che sicuramente ha gravi colpe ma non è la vera o la sola causa. Lo dimostra il fatto che spesso queste

[2] Secondo l'Amministratore Delegato di Cerved Group Gianandrea De Bernardis "Il forte aumento del numero di imprenditori che decidono volontariamente di liquidare le proprie società, è un aspetto che fa riflettere, soprattutto se a chiudere sono imprese in grado di creare ricchezza. Le liquidazioni aumentano anche tra società sane, che probabilmente hanno aspettative pessimistiche sul futuro. Capire le ragioni del fenomeno e il destino di queste società è fondamentale per invertire le tendenze in atto".

famiglie sono sostituite da investitori stranieri (quindi non è vero che gli stranieri non investono in Italia) che stanno ottenendo ottimi risultati con manager italiani.
Tornare a fare impresa per imprenditori e manager significa lavorare su tre driver: innovazione, internazionalizzazione e governance/capitalizzazione.
Spesso si invocano a spiegazione dei problemi economici del Paese: dimensione delle imprese, burocrazia e lentezza della giustizia, politiche sindacali e contrattuali errate, debole concorrenza. Ma a ben vedere sono condizioni che esistevano anche un tempo ormai lontano quando l'Italia cresceva a ritmi quasi cinesi. E' facile obiettare che sono cambiate drammaticamente le condizioni esterne e che a differenza degli altri Paesi non abbiamo approfittato di quel periodo d'oro per modernizzare le nostre strutture. Tutto vero, ma c'è stata un'epoca in cui la vitalità degli imprenditori era in grado di contrastare tutte queste forze oggettivamente ostili, era in grado di aggregare consenso politico attorno alle loro scelte. Va ritrovata quella vitalità.

La nuova alleanza

Sono molti i campi in cui banche e imprese possono sperimentare nuove modalità di rapporto e supportarsi reciprocamente. La contrapposizione banche e imprese nuoce a entrambi e impedisce un'interazione virtuosa pur nella distinzione di ruoli e competenze. I dati congiunturali indicano chiaramente che l'andamento delle banche rispecchia esattamente quello del Paese o delle diverse regioni. E' quindi loro interesse fare ogni sforzo per dare un contributo all'economia reale. Il che è stato fatto nei momenti più acuti della crisi iniziata nel 2008 attraverso moratorie, ristrutturazioni dei debiti, rimodulazione delle condizioni. Ma queste sono misure di tipo difensivo che servono a sopravvivere senza però cambiare il posizionamento competitivo delle imprese.

L'internazionalizzazione delle imprese

Le imprese che meno hanno sofferto la crisi o che l'hanno già superata sono quelle che si sono attrezzate per raggiungere i mercati esteri. Sul fronte dell'internazionalizzazione accanto ai tradizionali servizi per gestire le diverse forme di finanziamento nelle varie fasi di un'operazione commerciale potrebbero, dove una Banca ha presenza diretta oppure una banca corrispondente, essere attivati servizi innovativi. Per esempio, desk specializzati per area idonei a incontrare le aziende clienti per discutere, valutare e definire i progetti di internazionalizzazione; a fornire supporti per la preparazione del business plan e del piano finanziario dell'investimento; a dare assistenza per individuare consulenti legali, fiscali nel Paese oggetto del progetto d'internazionalizzazione, per negoziare le condizioni con la Banca locale, per individuare ed espletare le pratiche amministrative per accedere agli eventuali interventi agevolativi nazionali e internazionali. Nel riquadro che segue, sono illustrate le iniziative intraprese da Intesa Sanpaolo in tema di internazionalizzazione e sono sinteticamente riportati alcuni casi di successo (i nomi delle aziende sono modificati).

Il Gruppo Intesa Sanpaolo per l'internazionalizzazione delle imprese

L'Ufficio per l'internazionalizzazione delle imprese, che ha sede a Padova ma presta i suoi servizi per tutte le Banche del Gruppo Intesa Sanpaolo, dispone di Specialisti di Desk focalizzati su singoli Paesi o specifiche aree geopolitiche. Questi specialisti sono in grado di affiancare l'impresa per assisterla nella penetrazione commerciale attraverso l'offerta di strumenti e servizi finanziari, il supporto per lo sviluppo commerciale estero, l'esecuzione di investimenti oltre confine, la gestione finanziaria di consociate estere. Questa attività si concretizza in analisi e ricerche di mercato, ricerca partner commerciali, organizzazione di missioni

all'estero e di incontri B2B.
Il servizio di consulenza per investimenti all'estero per esempio si sviluppa attraverso queste fasi:
- Incontri con l'azienda per discutere, valutare e definire il progetto di internazionalizzazione;
- Supporto e assistenza per la preparazione del business plan e del piano finanziario dell'investimento
- Assistenza per individuare consulenti legali, fiscali e/o commercialisti nel Paese oggetto dell'investimento/progetto d'internazionalizzazione;
- Assistenza per apertura rapporti bancari, compresa la negoziazione delle condizioni con la Banca locale;
- Assistenza per individuare ed espletare le pratiche amministrative per accedere agli eventuali interventi agevolativi nazionali ed esteri (SIMEST/Fondi strutturali esteri).

Caso Impianti Agricoloalimentare Ucraina
Impianti agricoloalimentare è un'azienda che produce e installa impianti agroalimentari ed è presente in molti paesi con proprie società controllate. Ha l'opportunità di siglare un contratto per la fornitura di un impianto chiavi in mano di € 25 mln con una multinazionale con sede a Cipro e leader di mercato in Ucraina nella produzione e distribuzione di prodotti agroalimentari. Chiede alla banca di ISP una soluzione finanziaria. Viene organizzato un incontro tra le parti nei locali del Mondo delle Imprese di Padova e con il supporto delle strutture specialistiche ISP per elaborare la soluzione finanziaria (*buyer's credit* con copertura SACE).
Il deal viene tecnicamente strutturato in stretta collaborazione con gli specialisti di Trade & Structured Export Finance (Padova e Milano) ed è amministrativamente gestito dalla Filiale ISP di Londra. ISP finanzia a 7 anni la società estera pagando a vista Impianti Agricoloalimentare a fronte di semplice presentazione documenti di produzione ovvero spedizione merce.

Sace dà parere positivo per supportare l'operazione di finanziamento per il 95% contro rischi di natura politico-commerciale. La quota del 5% non garantita Sace pari a Euro 850.000 ca. resta a carico ISP quale rischio diretto (su società estera).
Il primo tiraggio è avvenuto a gennaio 2014 e con il primo utilizzo l'impresa ha ottenuto l'incasso della prima tranche. L'azienda sta valutando con ISP la possibilità di replicare l'operazione su altri Paesi.

Caso Acquamin
Acquamin è un'azienda di acque minerali di target alto che ha già una piccola quota di mercato negli USA e che vuole espandere in modo significativo l'attività in questo mercato puntando soprattutto al network della ristorazione. La Filiale imprese ISP dopo una prima visita dal cliente mette in contatto il titolare di Acquamin con lo specialista del Desk Americhe dell'Ufficio Internazionalizzazione Imprese. L'impresa è interessata a una ricerca di mercato completa per lo sviluppo commerciale nel mercato statunitense. Il Desk Americhe propone, data la necessità del cliente, una ricerca con il supporto di una società di consulenza partner del Gruppo ISP operante negli USA.
Il dossier di Sviluppo Commerciale Estero proposto dalla società e che viene sottoscritto da Acquamin (previa accettazione del preventivo) prevede: 1) Studio di mercato del settore con *Swot Analysis report*; 2) Piano di marketing e comunicazione; 3) Business plan a 3 anni. Tra le diverse attività sono previste l'identificazione di nominativi di controparti e l'organizzazione di una settimana di B2B in loco organizzata a cura del consulente.
Il dossier è in pieno svolgimento e si concluderà nei prossimi mesi, con la consegna al cliente di alcuni report intermedi e una continua interazione tra la società partner e il cliente con il supporto del Desk

Americhe.

Caso Italian Oil

Italian Oil è un'azienda che produce olio d'oliva e conserve, già presente in Cina da anni attraverso distributori cinesi in alcune città a grande espansione commerciale. La Filiale di relazione, venuta a conoscenza che la società ha deciso di costituire una propria società commerciale a Shanghai per bypassare i distributori e sviluppare ulteriormente il mercato, mette in contatto il cliente con il Desk Cina dell'Ufficio Internazionalizzazione Imprese. Italian Oil decide di richiedere assistenza a società partner in loco e le dà mandato per la costituzione della filiale a Shanghai e l'assistenza per apertura conti bancari. II Desk Cina è intervenuto per affiancare il cliente nella stesura del *Feasibility Study Report*, documento chiave da consegnare alle autorità locali per ottenere la licenza, nella valutazione dell'entità della capitalizzazione della filiale commisurata al Business Plan in fase di start up e nell'assistenza per apertura conti bancari presso banca locale e filiale Intesa Sanpaolo Shanghai.

Caso Serbatoi Kragujeva*c* Serbia

«Serbatoi srl» realizza serbatoi per liquido refrigerante auto e altri serbatoi di plastica espansa. Ha la necessità di realizzare un insediamento produttivo in Serbia nel noto distretto di Kragujevac a sud di Belgrado e tal fine partecipa a una gara di appalto per accedere all'area produttiva. Il Desk Est Europa presenta all'azienda un report sulle caratteristiche Paese e si impegna a individuare le zone agevolate in Serbia e a fornire supporto per business plan relativo a investimento.

Il Desk con Banca Intesa Beograd individua una zona di insediamento presso distretto Kragujevac, dopo avere valutato altre zone che fruiscono di agevolazioni messe a disposizione dalla Serbia. Quindi propone tre consulenti affidabili per supportare la stesura del busi-

ness plan e la costituzione società in loco. Organizza inoltre una missione in Serbia con la presenza dello specialista Ufficio Internazionalizzazione Imprese per contatto con consulente scelto e individuazione capannoni. Fissa la visita a Banca Intesa Beograd per apertura conto e valutazione di tutte le necessità finanziarie (il conto verrà poi aperto direttamente dall'Italia). Per i macchinari e lo stabilimento vengono attivati contatti con società di leasing di Banca Intesa Beograd per le proposte finanziarie.

Riequilibrio finanziario

Alla ricerca del giusto equilibrio tra capitale proprio e capitale di credito le banche possono intervenire aiutando le imprese a ricapitalizzarsi sfruttando in questo anche gli incentivi fiscali in vigore (che potrebbero anche essere ampliati). Possono fare anche di più, assistendo le imprese in operazione di apertura del capitale e della governance mettendole in contatto con Fondi di *venture capital* e di *private equity* e aiutandole a selezionare i partner adatti, mitigando gli atteggiamenti aggressivi che taluni di questi operatori finanziari hanno adottato nel passato. Il ruolo delle Banche richiede un cambiamento attivo anche da parte di altri attori.

Anzitutto le imprese devono entrare nell'ordine di idee di adeguare la loro capitalizzazione. La dipendenza dal credito bancari in una misura quasi doppia rispetto ai competitor europei e americani è una caratteristica del capitalismo italiano. A volte ciò è dovuto alle condizioni di partenza con scarso capitale di avvio e scarsa possibilità di espanderlo con i profitti non distribuiti. Il superamento di questa situazione richiede interventi pubblici che migliorino le condizioni di profittabilità a livello sistemico e favoriscano il reinvestimento dei profitti con opportuni incentivi. Altre volte è dovuto a fattori politico-culturali.

Si dovrebbero rafforzare i fondi di *private equity* non solo come fornitori di capitale di rischio. Questi fondi hanno

spesso un'ottica di breve periodo. Il loro obiettivo è uscire presto con una rilevante plusvalenza, ridimensionando il ruolo dell'imprenditore a favore del management. Spesso non portano soldi freschi e indebitano l'azienda. Per questa ragione i nostri imprenditori non li amano. I fondi dovrebbero apportare soldi veri, consentendo all'azienda di crescere nella sua autonomia. Oltre al capitale dovrebbero essere in grado di offrire una partnership qualificata attraverso un management adeguato. Il *private equity* non è ancora percepito come un interlocutore credibile e affidabile per una reale partnership, il cui successo è misurato dalla capacità dell'impresa di proseguire con le proprie forze, eventualmente supportata da partner finanziari più stabili o dalla Borsa.

Lo sviluppo del *private equity* è in Italia molto al di sotto del suo potenziale soprattutto per quanto riguarda il rapporto con le imprese di piccole e medie dimensioni, di cui va conquistata la fiducia alimentando così il formarsi di un mercato di quote di proprietà delle aziende. Il che facilità il ricambio delle coalizioni di controllo senza turbare, anzi rafforzando, la solidità finanziaria e la *governance* dell'impresa. A questo è collegata la crescita dimensionale con l'apertura della proprietà e della direzione a soggetti esterni alla famiglia o al gruppo dei fondatori. I quali spesso temono che questa apertura preluda alla perdita del controllo. E' invece, a ben vedere, il solo modo per mantenerlo anche se in forme diverse dal controllo assoluto.

Per il rafforzamento dell'equilibrio economico finanziario delle imprese dovrebbero svilupparsi anche strumenti di credito non bancario quali i prestiti obbligazionari per le Pmi e le reti d'impresa. Le attese suscitate dai così detti *mini bond* non sono ancora state soddisfatte, probabilmente per le carenze della normativa. Sul fronte del credito bancario un miglioramento della situazione per le Pmi potrebbe derivare dal diffondersi nei casi di filiere produttive organizzate attorno a un'azienda focale di accordi con una banca al fine di assegnare alle aziende della filiera lo

stesso merito di credito dell'azienda capofila, che offre anche la garanzia. Ci sono già degli accordi come quelli tra Gucci e la Cassa di Risparmio di Firenze in Toscana e tra Diesel e BNL. nel Veneto. Dovrebbe anche ripartire la cartolarizzazione dei debiti delle Pmi, anche con garanzia pubblica.
Il *project financing* è un altro campo di azione delle banche per sostenere la ripresa economica affiancando le pubbliche amministrazioni nel realizzare grandi opere e infrastrutture attivando le capacità progettuali e finanziarie di soggetti privati, sopperendo così alla mancanza di risorse pubbliche. La selezione dei partner, la stesura dei bandi, la definizione e la gestione dei contratti richiedono esperienze e professionalità che non sempre sono disponibile nel settore pubblico. Si leggono spesso critiche a questo strumento. Ma riguardano quasi sempre usi impropri che la natura dello strumento.

La dimensione delle imprese
Le possibilità di affrontare i mercati esteri dipendono molte volte dalla dimensione, la quale dipende dalle risorse finanziarie. La dimensione non va vista in assoluto e vanno smontati sia i miti sulla piccola impresa, sia i miti sulla *crescita per la crescita*. Un'impresa è grande o piccola rispetto alle nicchie o ai settori in cui compete. Il problema quindi si sposta dalla dimensione grande o piccola alla *dimensione adeguata*. In Italia, non mancano certo le piccole imprese, il cui tasso di natalità resta sempre elevato, mentre non sono abbastanza numerose le imprese in grado di essere protagoniste nei settori che crescono e si globalizzano.
È sotto gli occhi di tutti lo spettacolare fenomeno delle medie imprese che stanno guidando un processo di fuoriuscita dai distretti e di estensione internazionale delle filiere. Ma la scarsità di imprese oltre una certo volume di fatturato, come ha sostenuto recentemente Lorenzo Stanca, costituisce un problema per il sistema-paese e anche per le

piccole imprese che finora lo hanno cresciuto. Le conseguenze sono presto dette: debolezza finanziaria e minore sviluppo del mercato finanziario (quello sano), minore produttività, minore capacità di pianificare il medio termine, minore capacità di investire in ricerca e sviluppo, minore tasso di managerialità, mancanza di fucine di cultura aziendale, minore possibilità di generare in futuro altre medie imprese di successo, minore capacità d'internazionalizzazione. Le carenze nella finanza e nella ricerca e sviluppo non vanno drammatizzate (e nemmeno occultate) ricordando i tempi non lontanissimi in cui, pur con le stesse carenze, lo spirito imprenditoriale italiano è riuscito a creare onde lunghe di sviluppo mobilitando forze «deboli».
Il problema della dimensione non va esasperato ma va fatto tutto il possibile per aiutare le imprese non tanto a crescere per crescere ma a trovare la dimensione adeguata. E dove questo non è possibile per la singola impresa lo può diventare per una rete d'imprese. Attraverso la soluzione reticolare si può affrontare l'acceso al credito. Le aziende devono innalzare il proprio merito creditizio. I modi per riuscirci sono diversi. Si ricordano i casi già citati di estensione del merito di credito dell'azienda focale a tutti i suoi fornitori. Un ruolo certamente ce l'hanno i Confidi, e quindi vanno favoriti i processi di concentrazione dei Consorzi in entità più grandi, interregionali e forti. Perché grazie al loro ruolo si può abbassare il rischio e quindi anche il costo del credito.

Innovazione e trasferimento tecnologico
L'innovazione si alimenta di spin off universitari e di start up ma non solo. Nel sostegno all'avvio delle start up, un campo dove il credito è rischiosissimo, il ruolo delle banche è quello ancora una volta di favorire l'incontro con investitori attrezzati per sopportare tale rischio e per aiutare gli *startupper* ad accedere alle numerose provvidenze pubbliche e private volte a favorirle. Sotto questo aspetto è importante che i giovani siano alla ricerca dell'idea rivolu-

zionaria ma è il caso di ricordare che c'è un grande lavoro da fare in termini di trasferimento tecnologico anche ai business tradizionali.
Sulla necessità di aumentare la capacità d'innovazione del sistema delle imprese c'è un generale accordo. Non altrettanto su come perseguire questo obiettivo. Quello dell'innovazione è un problema multidimensionale che non può essere affrontato in un solo punto. Si devono trovare molti punti di attacco. Come sempre, sarebbe saggio partire dall'esistente. E' vero che le piccole e medie aziende non hanno le dimensioni per sostenere staff di ricerca e sviluppo adeguati e che i settori ad alta tecnologia non sono particolarmente presenti. Ma sarebbe un errore sottostimare la quantità d'innovazione che quotidianamente si realizza nelle nostre imprese, anche in quelle che operano nei settori così detti tradizionali.
L'economia industriale ha da tempo messo in discussione la distinzione tra settori innovativi e settori tradizionali, tra settori maturi e settori emergenti. Anche il settore più maturo e tradizionale può essere portato a una nuova infanzia (*neo-infant industry*). Le enormi potenzialità d'innovazione delle Ict e dei nuovi materiali non hanno ancora indotto tutti i cambiamenti in teoria possibili anche nei settori tradizionali. Tali cambiamenti riguardano prodotti e processi ma anche la stessa gestione dell'impresa. Per questo tipo d'innovazione molte conoscenze sono già incorporate in macchine, software, servizi di consulenza, formazione tecnica e così via.
E' sufficiente che gli stimoli del mercato e della concorrenza trovino un ambiente ricettivo e ben disposto, che le infrastrutture siano adeguate (possibile che ci siano ancora zone d'Italia dove non arriva la banda larga?). Interventi più complessi e mirati sono necessari per facilitare e indurre innovazioni radicali. Tuttavia avendo risorse scarse, è necessario scegliere con accortezza i settori in cui intervenire (industria o servizi, piccole e medie imprese esistenti o nuove imprese), le modalità d'intervento (credito d'im-

posta, progetti esplorativi, Ict e nuovi materiali, trasferimento tecnologico, ricerca di base), i parametri di valutazione e controllo dei risultati (occupazione, profitti, numero di nuove imprese, export) e l'orizzonte temporale da adottare (breve o medio-lungo periodo).
Bisogna evitare che l'innovazione si trasformi in un business in sé che è la morte dell'innovazione, evitare cioè che si formino imprese specializzate nel catturare risorse pubbliche destinate alla promozione dell'innovazione vivendo e prosperando con queste piuttosto che con la vendita dei loro prodotti e servizi (che troppo spesso non superano mai lo stadio del prototipo). Business plan competition, selezioni di start up, premi all'innovazione e simili sono importanti ma il loro proliferare disordinato (se ne contano ormai a centinaia), senza controllo della qualità delle iniziative, senza alcun coordinamento, senza la messa in comune dell'esperienza e delle informazioni potrebbe indurre effetti perversi che potremmo chiamare "startuppite". E' l'insieme del sistema-Paese che deve diventare una piattaforma per l'innovazione in grado di attivare e coordinare tutti gli opportuni facilitatori. Si tratta di investire in infrastrutture e politiche capaci di favorire, attirare e trattenere imprese e risorse umane innovative.

Banche e innovazione
Una politica dell'innovazione dovrebbe muoversi a tutto campo dalla ricerca e dalle nuove tecnologie (per quanto è realisticamente possibile) all'assetto gestionale delle imprese. Dovrebbe mobilitare risorse pubbliche regionali, nazionali e comunitarie, coordinare iniziative delle associazioni imprenditoriali, delle fondazioni ex-bancarie, dei parchi tecnologici, delle università e delle agenzie di ricerca e di formazione manageriale degli enti locali e delle stesse imprese, concentrando gli sforzi su pochi obiettivi fattibili. Nonostante i tagli alla ricerca cui è sperabile si metta presto rimedio, la vera risorsa scarsa resterà in ogni caso la capacità delle imprese di dialogare con i risultati

che la ricerca ha già prodotto e di combinare tecnologia, utilizzatori, sviluppatori con modalità che diano risposte nuove a bisogni esistenti o ne facciano emergere di nuovi. Le banche hanno un ruolo per favorire un processo di innovazione che tenga conto delle peculiarità del nostro sistema produttivo. In Italia nascono ogni anno circa 200.000 imprese con motivazioni varie che vanno dal bisogno di realizzazione personale alle difficoltà del mercato del lavoro. Incentivare l'imprenditorialità di qualità e l'occupazione giovanile è un compito in cui tutti devono fare la loro parte e anche le banche la propria. Le nuove aziende rappresentano un'opportunità per far crescere l'innovazione e la ricerca all'interno delle PMI. Non si tratta solo di fornire il credito ma di accompagnare il processo di avvio e consolidamento delle nuove imprese attraverso una serie di servizi complementari. Credito e servizi complementari devono essere inseriti in una visione realistica che tiene conto che non siamo nella Silicon Valley dove si sfornano innovazioni rivoluzionarie a raffica e i ricercatori-imprenditori diventano milionari in pochi anni.

Il Gruppo Intesa Sanpaolo ha cercato con la collaborazione di Confindustria di mettere a punto un programma che cerca di superare l'autoreferenzialità dei ricercatori che fondano un'azienda che magari ha una robusta base scientifica e tecnologica ma un basso spirito imprenditoriale. Questo programma si chiama «AdottUp», un progetto innovativo nel quale le PMI si candidano a diventare incubatori di start up per Individuare le migliori idee imprenditoriali, facendole diventare business sostenibili attraverso l'intervento formativo e il supporto di aziende consolidate che ne diventano «tutor» e le aiutano a svilupparsi.

A questo fine Intesa Sanpaolo e Confindustria promuovono la conoscenza fra la start up e il tutor favorendo un'adozione che può essere:

- consulenziale: fornendo tempo per consulenza esperta e contatti con altre aziende;
- collaborativa: fornendo servizi, quali spazi fisici, uso

attrezzature;
- commerciale: inserendo la start up fra i propri fornitori / clienti;
- partecipativa: fornendo capitale di rischio o internalizzando l'idea.
Un processo di adozione nel quale lo sviluppo delle migliori idee d'impresa, tradizionali e non, possono essere sperimentate in un contesto solido e collaudato come quello di un'impresa, che a sua volta può ricevere input all'innovazione, investire in ricerca per vie esterne, migliorare prodotti e processi produttivi, arricchire il sistema di offerta, diversificare il proprio business. Gli strumenti attivati sono illustrati nel riquadro che segue.

Gli strumenti attivati da Intesa Sanpaolo sono:

Neoimpresa offre supporto informativo on line per chi vuole avviare o rilevare un'attività. Tramite il portale internet Neoimpresa, il Gruppo Intesa Sanpaolo fornisce a coloro che vogliono creare o rilevare un'azienda non solo l'assistenza finanziaria, ma un **percorso di consulenza articolato e puntuale** a supporto delle fasi che caratterizzano una nuova attività imprenditoriale:
- nella strutturazione della propria idea di business e nell'identificazione degli adempimenti burocratici e amministrativi;
- nella verifica della sostenibilità economico finanziaria della stessa;
- nella valutazione di forme di finanziamento disponibili.

Offcine formative è una scuola d'impresa e un laboratorio che ha lo scopo di fornire le basi per immaginare, disegnare, realizzare una start up.
Il Gruppo Intesa Sanpaolo supporta «AdottUp», il programma di Piccola Industria di Confindustria per l'adozione delle start up, mettendo a disposizione, per le

migliori idee tradizionali e non, un supporto finanziario sia per il tutor sia per l'adottato. Le aziende tutor hanno a disposizione 3 soluzioni finanziarie, a supporto del loro impegno:

- **Finanziamento Filiera Più**: utilizzabile per finanziare l'integrazione verticale e i rapporti di fornitura con la start up. Grazie a Filiera Più, strumento innovativo per finanziare le forniture di beni, la start up, come impresa fornitrice ottiene l'immediatezza degli incassi, senza intaccare i propri fidi accordati; corrisponde una quota di interessi, beneficiando delle condizioni offerte al Tutor; nel caso di forniture a nuovi clienti, ha a disposizione uno strumento di supporto alle vendite, eliminando il rischio di solvibilità della controparte. Il **tutor** ha la possibilità di supportare la start up ottenendo un finanziamento di durata flessibile a condizioni vantaggiose.

- Nova+: può essere utilizzato per finanziare l'acquisto da parte delle PMI di tecnologia e conoscenza presenti nelle start up innovative. Si propone di favorire e stimolare la cooperazione tra i centri di eccellenza (incubatori, poli tecnologici, enti di ricerca pubblici e privati) e le PMI italiane e di favorire il trasferimento tecnologico e di conoscenza dal mondo della ricerca verso il mercato attraverso specifici prodotti di finanziamento. Linea Nova+ è dedicata alle imprese che collaborano con spin-off e start up che operano come veri e propri laboratori di ricerca e prototipazione per conto di PMI.

Ricap Moltiplica: è utilizzabile in caso di propri aumenti di capitale finalizzati all'acquisto di partecipazioni nella start up adottata. Linea di credito rivolta alle PMI costituite in forma di società di capitali che intraprendono processi di rafforzamento patrimoniale: la Banca eroga un finanziamento di importo proporziona-

le all'aumento di capitale effettivamente versato dai soci. Concede importi pari a un multiplo dell'aumento di capitale effettivamente versato dai soci, massimo 5 milioni. Il rapporto finanziamento/aumento di capitale va da un minimo di uno a un massimo di quattro volte in funzione del rating del cliente. La durata varia da 5 e 10 anni, in base alle garanzie rilasciate.

Finanziamento Neoimpresa per le start up adottate. Finanziamento concedibile entro 24 mesi dall'avvio dell'attività (48 mesi in caso di «start up innovative» ex L.221/12), con le seguenti caratteristiche:
- a sostegno di spese di investimento materiali o immateriali;
- percentuale massima di concessione: 70% degli investimenti;
- apporto minimo di mezzi propri non inferiore al 30% degli investimenti;
- durata: massimo 10 anni, comprensivi di preammortamento (fino a un massimo di 24 mesi);
Garanzia per almeno il 70% del fido accordato da Fondo Centrale di Garanzia L.662/96 o da Confidi (ex art. 107 TUB) con controgaranzia del FCG.

StartUp Initiative è destinata alle migliori start up high tech, selezione, formazione e incontro con investitori. E' una vetrina delle start up più innovative, per acquisire deal flow, fare "technology shopping" (brevetti, licensing, acquisizioni, ...) o per sviluppare business e R&D in ottica di Open Innovation. Le start up ricevono formazione per strutturare e comunicare al meglio il loro progetto; seguono una fase di selezione e l'incontro diretto con gli investitori. Oltre all'inserimento di queste start up nella «vetrina delle migliori idee», agli associati Confindustria è offerta la partecipazione agli «incontri con gli investitori», per la presentazione delle selezionate start up high tech.

Atlante ventures gestisce per le migliori start up high tech, investimenti da fondi di venture capital/seed capital. Un esempio è costituito da Atlante Seed, veicolo di Intesa Sanpaolo gestito da Imi Fondi Chiusi sgr, che assieme a Italian Angels for Growth (Iag), Zernike Meta Ventures hanno investito due milioni di euro sulla crescita di CellPly, start up italiana specializzata nella diagnostica cellulare. L'investimento è finalizzato a supportare il completamento della fase di prototipazione della piattaforma diagnostica sviluppata da CellPly. La piattaforma tecnologica di Cellply, permetterà di verificare in-vitro (invece che direttamente sul paziente) la risposta cellulare a farmaci antitumorali, supportando con dati predittivi le scelte di oncologi e medici. Il mercato globale della diagnostica in-vitro (IVD - In Vitro Diagnostics) è stato valutato circa 50 miliardi di dollari (dati 2012, fonte: "Markets and Markets Resarch"). CellPly nasce dal gruppo di ricerca dell'Università di Bologna coordinato da Roberto Guerrieri, co-fondatore della start up.

Dott. Giovanni SABATINI
Direttore Generale Associazione Bancaria Italiana

Tendenze dell'intermediazione finanziaria e ricorso diretto ai mercati finanziari

Introduzione

Questo mio intervento è strutturato in due parti: in una prima si affronta in termini generali il tema del ricorso diretto ai mercati finanziari da parte delle imprese e in una seconda, più breve, si sviluppa qualche considerazione specifica sul modo in cui possono essere supportati i processi di internazionalizzazione delle nostre PMI, processi che diventano sempre più importanti nella misura in cui alle performance del nostro export sono affidate le capacità della nostra economia di guadagnare prima una ripresa significativa e poi tassi di sviluppo di lungo periodo più elevati di quelli conosciuti prima della crisi.

A – Il ricorso diretto ai mercati finanziari da parte delle imprese

Imprese ed indebitamento bancario

Le imprese italiane ricorrono in misura elevata all'indebitamento bancario. A settembre 2013 i prestiti bancari alle imprese rappresentavano, in termini di consistenze, l'89% del totale dell'indebitamento (in linea con la media dell'area Euro) contro il 76% della Francia ed il 29% degli Usa.
In Italia, anche il rapporto tra debito bancario e Pil è elevato: 53% rispetto al 33% della Germania.
Inoltre, oltre il 90% delle imprese sono caratterizzate da ridotte dimensioni (meno di 50 dipendenti) ed in particolare è più elevata che nella media dell'Area euro la quota di micro imprese.
A ciò si aggiunge: i) una forte concentrazione della proprietà a livello familiare ii) una ridotta dotazione di mezzi propri resistenze di tipo culturale legate prevalentemente al timore di per-

dere il controllo della società determinano una scarsa propensione all'apertura del capitale.

<<Le imprese italiane hanno una leva finanziaria elevata nel confronto internazionale: nel 2012 il rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi e del capitale netto ai valori di mercato era pari al 49 per cento in Italia contro il 34 in Francia e negli Stati Uniti, il 39 in Germania e il 42 nel Regno Unito e nell'area dell'euro nel suo complesso. Analisi svolte sui bilanci delle imprese indicano che queste differenze riflettono solo in parte la diversa composizione settoriale e dimensionale. >> Visco

<<Il risparmio deve affluire alle imprese attraverso un ritorno alla crescita del credito bancario ma anche con un maggiore accesso diretto al mercato dei capitali che riduca la dipendenza dalle banche. Si tratta di recuperare un ritardo strutturale del nostro sistema finanziario, che si manifesta nel basso numero di società quotate e nella contenuta capitalizzazione di borsa in rapporto alle dimensioni dell'economia reale.>> Visco

<<Le famiglie italiane investono poco in azioni quotate (2 per cento del totale delle loro attività finanziarie, contro il 4 in Germania e nella media dell'area). Tra i fondi comuni italiani è bassa l'incidenza di quelli che investono in ampia misura in azioni delle imprese. L'attuale congiuntura finanziaria deve spingere banche e imprese a superare questa situazione. Le difficili condizioni del credito rendono necessario il ricorso a canali alternativi per finanziare imprese solide e con buone prospettive di crescita. Offrendo i servizi necessari ad accompagnare queste imprese sul mercato dei capitali, le banche possono sostenere i propri ricavi e al tempo stesso ridurre i rischi; andranno evitati conflitti di interesse. …>> Visco

Il peso dell'intermediazione creditizia nella gestione delle passività delle imprese se, da un lato, come imprese bancarie, ci rende fieri e ci carica di responsabilità, dall'altro indica un per-

corso che soprattutto in Italia possiamo e dobbiamo ancora compiere verso uno sviluppo armonico dell'insieme del mercato finanziario e di alcuni suoi segmenti in particolare, segmenti su cui peraltro le stesse banche svolgono spesso un ruolo rilevante. E' importante quindi far crescere il mercato italiano dei capitali, mettendo in campo iniziative che favoriscano un'inversione di tendenza dal punto di vista culturale ed una crescita complessiva della dimensione del sistema imprenditoriale italiano.

Il mercato dei Corporate bonds per le imprese italiane

A partire dal 2009, il mercato obbligazionario internazionale per le *corporates* si è gradualmente allargato a società di grandi dimensioni non quotate che emettono titoli *investment grade* e non *investment grade* (con rating BB o B, c.d. *high yield*).
In Italia, in un contesto di per sé non favorevole alla crescita, sono emersi vincoli fiscali e civilistico-societari che impedivano (o comunque limitavano significativamente) l'accesso delle *corporates* italiane non quotate al mercato dei capitali internazionali attraverso l'emissione di strumenti di debito sul mercato primario riservati ad investitori istituzionali (ad esempio eurobbligazioni), quale fonte di reperimento delle risorse finanziarie sia per sostenere lo sviluppo, sia per rifinanziare l'indebitamento esistente via via in scadenza.
Tali vincoli, infatti, non esistendo in altri stati membri dell'Unione Europea, hanno determinato uno svantaggio competitivo delle società italiane non quotate sia nei confronti dei competitors europei sia nei confronti delle società italiane quotate.
L'art. 32 del "Decreto Sviluppo" dell'Agosto 2012 - come modificato dal successivo Decreto "Crescita" - al fine di favorire l'accesso al mercato obbligazionario per le società grandi non quotate ha, tra l'altro, previsto alcune prime misure volte a semplificare i limiti civilisti e i vincoli fiscali.

In particolare il Decreto Sviluppo ha previsto:
- una deroga alla disciplina codicistica in tema di limiti alle emissioni obbligazionarie (Art 2412 cod. civ, 1 comma), a con-

dizione che le obbligazioni siano destinate alla quotazione su un mercato regolamentato ovvero su un'altra sede di negoziazione che garantisca simili livelli di trasparenza e accessibilità alle informazioni;

- la rimozione di precedenti vincoli alla deducibilità degli interessi passivi qualificati come eccedenti rispetto a determinati parametri di tasso ed un ampliamento delle ipotesi ammesse al regime dell'imposta sostitutiva sugli interessi.

A beneficiare di tale primi provvedimenti sono state, inizialmente, le imprese italiane non quotate "*large corporate*". Dall'inizio del 2013 e fino ad ottobre scorso hanno avuto accesso al mercato circa 36 imprese italiane (per un controvalore di 66 miliardi di euro), prevalentemente con rating speculativo, delle quali circa 18 nuovi emittenti, per un controvalore, relativamente ai titoli di questi ultimi, di circa 5 miliardi. Nel 2012 gli emittenti erano stati invece 19, le emissioni 48, per un ammontare di 29 miliardi, mentre i nuovi emittenti soltanto 4.
Il *trend* è continuato nei primi due mesi del 2014, con 11 emissioni sui mercati internazionali per un ammontare di circa 7 miliardi.

Il mercato dei mini-bonds

Negli ultimi mesi si è registrato un incremento anche delle imprese che hanno intrapreso la strada della diversificazione delle fonti di finanziamento tramite l'emissione di mini-bonds. Sono circa 20 i mini-bonds al momento quotati sul Mercato Extramot.
Secondo stime CERVED il mercato potenziale delle imprese italiane che potrebbero far ricorso ai *minibonds* è molto ampio: 49 mila imprese con fatturato dai 5 a 100 milioni. Esiste inoltre un buon bacino di imprese *investment grade* in tutte le aree ed i settori: oltre 35 mila imprese con ricavi oltre i 5 milioni hanno infatti un rating "investment grade" e 31 mila hanno debiti inferiori al 50% dell'attivo e, quindi, spazio per poter accrescere

l'indebitamento.

Il ruolo delle banche

Le banche possono favorire il ricorso delle imprese al mercato obbligazionario, traendone benefici sia diretti che indiretti.
Solo per elencare alcuni benefici, il ricorso al mercato da parte di una impresa consenta alla banca di: i) evitare di fare provvista; ii) liberare capitale regolamentare; iii) contribuire alla redditività, sotto forma di commissioni; iv) mantenere la "relazione commerciale" con il cliente; v) mantenere la possibilità di fare vendita trasversale su diversi prodotti.
Si apre quindi un'ulteriore opportunità per le banche per passare da una logica di «*risk taker*» ad un ruolo di «*service provider*».
Ad oggi diverse banche italiane, direttamente o tramite entità di gruppo, hanno avviato iniziative nel mercato dei mini bonds, ricoprendo, a seconda dei casi e di autonome valutazioni commerciali e di mercato, diversi ruoli, tipici dell'emissione di un obbligazione (*origination/advisory, underwriting e/o placement*).
Per favorire la sottoscrizione dei mini-bond sono stati anche lanciati di recente fondi specializzati nell'investimento in tale ***asset class*** (ad oggi si contano ben 22 fondi). Si tratta di fondi non liquidi la cui gestione richiede un *expertise* particolare per espletare le funzioni di analisi di credito, monitoraggio del rischio, che non sono tipiche dei fondi di tipo aperto.
Le banche hanno in diversi casi stimolato la nascita di tali veicoli e/o sottoscritto quote di tali fondi.

I vantaggi per le imprese

Anche dal lato dell'impresa è necessario che la banca commerciale continui ad essere presente. Non solo perché l'impresa di minori dimensioni ha comunque necessità di ricorre anche all'indebitamento bancario ma soprattutto perché spesso tale impresa non ha al proprio interno le competenze necessarie per

compiere i passi necessari per entrare nel mercato obbligazionario (ad es. analisi del rischio di credito, standardizzazione della documentazione di offerta, gestione dei rapporti con gli investitori) né è in grado di gestire l'intero processo per il lancio dell'obbligazione.
Il ricorso all'emissione obbligazionaria comporta per le imprese una serie di vantaggi diretti ed indiretti rispetto al finanziamento bancario (in termini di importo, durata, rimborso anticipato, assenza di garanzie, assenza di segnalazione in Centrale Rischi, indicazione di affidabilità dell'emittente).
A fronte di tali vantaggi ci sono ovviamente dei costi per le imprese emittenti, da sostenere per remunerare l'investimento, per commissioni da corrispondere agli intermediari ed ai consulenti nonché i costi di quotazione dei bond (invero minimi nel caso dell'ExtraMot Pro).
L'accesso al mercato obbligazionaria non è comunque, per diversi motivi (costi di emissione e di permanenza sul mercato, criteri selettivi nell'accesso ai mercati), una modalità di raccolta di risorse finanziarie per le imprese di tutte le dimensioni: è improbabile che tale strumento possa essere quindi utilizzato dalle micro imprese e da tutte le piccole imprese.
Inoltre più che una forma di finanziamento sostitutiva a quella tradizionale, l'emissione di bond va vista come una forma di raccolta di risorse addizionale.
L'accesso di una azienda, anche medio-piccola, al mercato dei capitali va valutata anche oltre i benefici immediati della raccolta di risorse finanziarie. L'apertura al mercato rappresenta infatti una fase di transizione aziendale importante, che richiede un salto manageriale e di trasparenza, fondamentale per crescere e competere, soprattutto sui mercati internazionali. L'emissione di un mini-bond è un primo piccolo passo in questa direzione.

Il ruolo degli investitori istituzionali

La crescita di un mercato obbligazionario per le pmi passa necessariamente attraverso lo sviluppo del segmento degli investitori istituzionali, e da nuove forme di intermediazione finan-

ziaria, tra cui «i credit funds», ovvero quei fondi che investono in titoli «corporate» con una logica di investimento di medio/lungo periodo ("take and hold").
A tal proposito va segnalato che i *credit funds*, relativamente poco diffusi in Europa, intermediano circa l'80 per cento del credito alle imprese e alle famiglie negli Stati Uniti. In altri paesi europei, tali investitori sono già attivi nella sottoscrizione di finanziamenti bancari (primario e secondario) oltreché su strumenti emessi da *corporate* non quotate, anche se non retati.
Nonostante, come detto, siano stati finora lanciati sul mercato italiano 22 fondi specializzati nell'investimento in strumenti di "*private debt*", sono emersi ritardi nell'avvio dell'attività di tali fondi, dovuti a difficoltà nel completamento dell'attività di "fund raising" da parte degli stessi anche a causa della carenza di investitori italiani ed esteri.
Resta, quindi, l'esigenza di favorire la partecipazione di investitori italiani nella sottoscrizione diretta ovvero indiretta, tramite i fondi citati, di titoli «corporate» (in particolare: assicurazioni, fondi pensione).
Nel DL "Destinazione Italia" sono state previste a tal fine misure volte ad incentivare assicurazioni e fondi pensione ad investire direttamente in tali strumenti, tramite tra l'altro una modifica della disciplina relativa agli attivi a copertura delle riserve tecniche delle assicurazioni, ovvero indirettamente.
L'IVASS ha già annunciato che modificherà la regolamentazione tenendo presente alcuni criteri (investimenti diretti: creazione di una nuova classe di investimenti per le obbligazioni e titoli similari emesse da società non quotate con un limite di investimento in tale nuova classe entro il 3% delle riserve tecniche da coprire; investimenti indiretti: innalzamento del limite dell'1% come soglia di concentrazione in unico fondo al 3% nel caso di fondi che investono in obbligazioni).
Un'ulteriore soluzione a tale problema potrebbe essere rappresentata dal coinvolgimento della Cassa Depositi e Prestiti o da un Fondo di Fondi specializzato in minibonds. Anche alla luce dell'esperienza di altri paesi europei, non sembrerebbe quindi fuori luogo prevedere un intervento temporaneo del settore pub-

blico che possa facilitare la sottoscrizione di tali fondi da parte di altri investitori.

I mercati azionari

L'accesso al mercato obbligazionario può rappresentare, come detto, una prima fase di un percorso più ampio che porta l'impresa ad aprire al mercato anche il proprio capitale.

I vantaggi della quotazione per le imprese

L'accesso al mercato azionario tramite quotazione in Borsa consente a tutte le imprese che desiderano confrontarsi con scenari competitivi sempre più complessi che richiedono visione strategica, piani industriali solidi e importanti capitali per realizzarli.

Per avere un riscontro di tale affermazione basta citare alcuni dati :
- le imprese quotate sono caratterizzate da elevati tassi di sviluppo che la quotazione aiuta a mantenere nel tempo: il fatturato cresce pre-quotazione del 22% annuo e del 18% dopo, a fronte di un dato medio del 7% per le aziende non quotate;
- 4 imprese su 5 dichiarano che senza la quotazione il tasso di sviluppo aziendale sarebbe stato inferiore;
- il 40% delle risorse raccolte in sede di *Initial Public Offering* sono destinate all'attività di crescita per linee esterne: il 70% di imprese ha effettuato almeno un'acquisizione e in media ne sono state effettuate 4 per impresa;
- in corrispondenza dell'accesso al mercato azionario le imprese effettuano significativi investimenti: il tasso di investimento annuo passa dal 15% pre-quotazione al 23% negli anni successivi.

Le cifre

Ciò nonostante, il numero di società italiane che si quotano in Borsa è ancora inferiore rispetto ad alcuni Paesi europei soprattutto con riferimento alle piccole e medie imprese. Alla fine del

2013 erano 326 le società quotate sui mercati di Borsa Italiana (290 società sul mercato MTA e 36 su AIM Italia), rispetto alle 996 dell' UK, 521 della Francia e 720 della Germania.
Va tuttavia evidenziato che le mutate condizioni di accesso al mercato del credito hanno, almeno nell'ultimo anno, favorito anche il ricorso al mercato azionario da parte delle imprese.
Il 2013 è stato un anno record per le matricole italiane dal 2007: ci sono state 18 nuove quotazioni sui listini di Borsa Italiana, di cui solo 15 all'AIM. La raccolta totale con le nuove IPO è stata di circa 1,4 miliardi di euro. Nell'anno 2013 c'è stata anche la più grande quotazione per controvalore richiesto dal 2000.
Va ricordato poi che 9 società quotate sull'AIM già soddisfano uno dei criteri per poter essere quotate sul listino principale (40 milioni di capitalizzazione)
Le previsioni degli analisti ritengono che il 2014 sarà un anno ricco di offerte pubbliche (IPO) in Italia, sostenute da rilevanti flussi di liquidità degli investitori e da valutazioni inferiori al resto dell'Europa.

Le principali criticità

In occasione della indagine conoscitiva sui mercati di strumenti finanziari della Camera dei Deputati (2011) abbiamo avuto modo, come ABI, di segnalare quali criticità a nostro avviso frenano oggi il ricorso in Italia da parte delle imprese, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni. E' utile farne un rapido cenno.

a) Difficoltà culturali delle imprese a quotarsi sui mercati

Per un'impresa, il processo di quotazione rappresenta un momento strategico, ma allo stesso tempo critico: richiede un cambio di mentalità soprattutto da parte degli azionisti, che devono accettare l'effetto diluitivo sul capitale della propria azienda, il confronto con altri azionisti e *stakeholders*, la diffusione di informazioni (contabili, finanziarie, di business) al mercato, su base continuativa.

Lo sforzo richiesto per effettuare questo cambio culturale è tanto più elevato quanto minori sono le dimensioni dell'impresa che vuole accedere al mercato. La concentrazione della proprietà a livello familiare e le resistenze di tipo culturale, legate prevalentemente al timore di perdere il controllo della società, determinano una scarsa propensione all'apertura del capitale.

b) Elevati oneri di quotazione e permanenza sul listino

Un altro elemento che costituisce tradizionale ostacolo al ricorso alla quotazione è rappresentato dai costi diretti ed indiretti che le imprese sostengono per realizzarla. Tali costi dipendono, fra l'altro, dalla complessità aziendale e dall'importanza del mercato di quotazione (diversa a seconda che si tratti del Mercato Telematico Azionario (MTA) o dell'Alternative Investment Market (AIM) Italia.

c) Carenza di investitori istituzionali specializzati in small cap

In Italia il ruolo degli investitori istituzionali domestici sul mercato azionario è come noto molto contenuto. In tale scenario, si riscontra una specifica carenza di fondi specializzati in imprese a ridotta capitalizzazione. Al momento, infatti, sono pochi i fondi di diritto italiano dedicati in prevalenza alle small cap (investendo peraltro significative quote del patrimonio in imprese di dimensioni medio-grandi negoziate sull'MTA).

Le iniziative per favorire l'acceso delle PMI al mercato dei capitali

In questo quadro è evidente che per far crescere il mercato azionario italiano e facilitare la quotazione delle imprese, soprattutto quelle medio-piccole, è indispensabile realizzare degli interventi strutturali. In questi anni è stato fatto molto (almeno rispetto al passato). L'ABI e il settore bancario hanno partecipato attivamente a queste iniziative, riconoscendo l'importanza del mer-

cato dei capitali per la crescita delle imprese e della loro competitività, e, in generale, dell'economia del nostro paese.

Il progetto PiùBorsa

L'ABI ha partecipato al progetto promosso dalla Consob "PiuBorsa" volto a stimolare le imprese di media dimensione (fatturato tra i 20 e 300 milioni ovvero società con capitalizzazione di Borsa inferiore a 500 milioni) nella raccolta di capitale di rischio tramite la quotazione ed a sviluppare la domanda di titoli azionari di tali imprese da parte di investitori specializzati. Il progetto individua alcune interessanti misure di: i) *education e scouting* delle imprese quotabili, ii) assistenza nel processo di listing e nella negoziazione sui mercati per le PMI, iii) sviluppo *dell'asset management* specializzato nell'investimento in imprese small–cap.

L'iniziativa Elite

Nel gennaio 2010 ABI e Borsa Italiana hanno siglato un accordo per avviare specifiche iniziative dirette ad avvicinare il mondo delle imprese non quotate alla Borsa, favorendo un più chiaro e consapevole apprezzamento delle sinergie che ci possono essere fra ricorso all' *equity* e indebitamento bancario dell'impresa, tenendo altresì conto che la capitalizzazione migliora anche i rapporti di finanziamento tra imprese e banche.
In questo ambito, l'ABI ha aderito all'iniziativa Elite, avviata da Borsa Italiana nei mesi scorsi, volta a stimolare un percorso di sviluppo organizzativo, manageriale e culturale delle PMI teso a supportarne la crescita anche ai fini dell'accesso a risorse finanziarie a titolo di debito e di capitale di rischio.
Il successo dell'iniziativa *Elite* è dimostrato dai dati*:* al 31 dicembre scorso sono state 130 le imprese entrate a far parte del progetto. Il fatturato medio su base annua di tali imprese è di 134 milioni ed il tasso di crescita annuo è del 12%. Sei imprese hanno effettuato nel periodo di frequenza dell'iniziativa transazioni con fondi di *private equity* e due hanno già emesso bond.

B – Il supporto delle banche all'internazionalizzazione delle PMI

Le banche italiane hanno sviluppato una capacità di supporto sempre più ampio nei confronti delle imprese che si affacciano sui mercati internazionali. Da tempo, infatti, la decisione di presidiare i mercati esteri non è considerata un'opzione, quanto piuttosto un percorso obbligato sia per le banche di dimensione maggiore che per quelle minori. Le modalità attraverso le quali questo presidio è realizzato sono diversificate e vanno da forme di presenza "leggera" (accordi di collaborazione con banche locali, uffici di rappresentanza, filiali e desk), che garantiscono l'inserimento delle imprese nei circuiti finanziari locali, a forme di partnership di tipo equity (mediante l'acquisto di partecipazioni di maggioranza o di minoranza) con banche radicate sul mercato locale, con l'obiettivo di fare banca in loco, ed a cui gli operatori italiani possono fare riferimento. D'altra parte, la capacità competitiva delle imprese italiane - e quindi il loro contributo alla crescita[1] - è collegato alla ricerca di nuovi mercati di sbocco, al ri-orientamento delle esportazioni verso produzioni appetibili per tali mercati ed alla riorganizzazione del processo produttivo, attraverso la ricerca di migliori condizioni di produzione e la partecipazione a catene del valore globali. Un'offerta adeguata di servizi finanziari, pertanto, pur non essendo certamente l'unica variabile rilevante in questo processo, rappresenta certamente una *conditio sine qua non* per l'internazionalizzazione delle imprese.

Ad oggi il sistema bancario italiano conta su un totale di 132 dipendenze (di cui 53 filiali, 67 uffici di rappresentanza e 12

[1] Le imprese con maggior proiezione internazionale presentano un fatturato in crescita, molto più della media. Anche in una fase di contrazione dell'economia, le esportazioni hanno continuato ad espandersi ed è previsto che nel 2014 si attesteranno sui livelli pre-crisi (Mercati Esteri Volano della Crescita, Giugno 2013, Scenari Economici, Centro Studi Confindustria). Da notare anche che nel 2012 le esportazioni nette sono state l'unica componente a offrire un contributo positivo al PIL italiano (fonte: Rapporto Annuale SACE 2012).

desk) distribuiti in 38 Paesi e facenti capo a 16 gruppi bancari. A questa rete si aggiunge quella delle case madri estere di due banche italiane con le quali queste ultime operano in raccordo (BNP Paribas, capogruppo di BNL opera in 78 Paesi mentre Crédit Agricole, di cui Cariparma e Friuladria fanno parte, opera in 70 mercati)[2]. Le filiazioni (partecipazioni di maggioranza o controllo) sono 84, di cui 81 in Europa, ed in particolare nei Paesi dell'Europa centro-orientale. La frontiera si è peraltro spostata progressivamente più a Sud e più ad Est verso mercati più lontani. Partecipazioni sono state acquisite negli ultimi dieci anni in Turchia, Egitto, e Cina, e ciò nonostante barriere formali e informali all'accesso ad alcuni di questi mercati. Vi è poi una fitta rete di accordi di collaborazione tra banche italiane ed estere, nonché con altre istituzioni (ad es. Camere di Commercio, Agenzie Speciali di Promozione regionali e provinciali, ecc.), che svolgono funzioni di orientamento al mercato e di promozione.

Per quanto riguarda gli strumenti e servizi offerti dalle banche italiane, la gamma è molto vasta e articolata, e va da forme più semplici di credito documentario alla partecipazione a grandi operazioni di finanza strutturata. Naturalmente le operazioni più complesse sono realizzate dai gruppi di maggiori dimensioni, con competenze e risorse specializzate (legali e tecnico-operative), e con una maggiore proiezione internazionale. Inoltre, maggiore è la complessità dell'operatività, minore è la diffusione sul territorio domestico di filiali in grado di gestirla. Peraltro, nell'esaminare la struttura dell'offerta, occorre tener presente che le modalità di internazionalizzazione del sistema bancario ed il c.d. "nanismo" dell'industria italiana sono fenomeni interconnessi. La dimensione contenuta delle imprese italiane ha fatto prevalere un'internazionalizzazione di tipo commerciale piuttosto che produttiva (cioè export vs. investimenti), da cui è derivata una domanda di assistenza finanziaria per esportazioni di importo contenuto di norma soddisfatta dall'Italia, grazie ad una fitta

[2] Considerando la rete delle due banche estere, il numero di dipendenze salirebbe a 228.

rete di rapporti di corrispondenza che le banche, anche di medie dimensioni, vantano con controparti estere. Parimenti, la frammentazione della domanda ha significato, su alcuni mercati, assenza di una massa critica di business sufficiente a creare economie di scala e giustificare investimenti rilevanti da parte del sistema bancario, specie su mercati molto lontani (c.d. strategia *follow the customer*). Fanno eccezione quei mercati (come l'Est Europa) in cui la delocalizzazione delle imprese è stata più agevole, anche grazie alla prossimità geografica, e in cui alcune banche italiane hanno potuto svolgere un ruolo di "apripista" per le imprese attraverso l'acquisizione di intermediari locali. Le circostanze appena descritte hanno anche determinato una struttura dell'offerta (di assistenza finanziaria sull'estero) relativamente concentrata su alcuni mercati. La domanda di "accompagnamento" e supporto finanziario espressa dagli operatori – molti dei quali con limitate capacità autonome di penetrazione dei mercati esteri – rimane elevata, e le banche da sole non possono soddisfarla. Per questo è particolarmente rilevante che le Istituzioni offrano un supporto finanziario per l'internazionalizzazione efficace e complementare a quello offerto dall'industria bancaria. In proposito - posto che l'efficacia e l'adeguatezza degli strumenti pubblici di supporto dovrebbe essere valutata da coloro che ne fanno uso, cioè le imprese e le banche - con la Confindustria abbiamo costituito una *task-force* congiunta che si prefigge tale obiettivo.

Peraltro, sotto il profilo operativo, permangono spazi per un miglioramento degli strumenti utilizzabili:

1) grazie al sistema Export Banca - realizzato con CDP, SACE e SIMEST - CDP interviene per finanziare, anche in via diretta, operazioni di esportazione e internazionalizzazione. Per scongiurare rischi di spiazzamento delle banche, con ricadute negative sulla loro capacità complessiva di assistere le imprese nell'*export* e nel *trade finance*, è necessario che Export Banca rimanga un intervento complementare e integrativo rispetto a quello bancario, volto a coprire il *funding*

gap del mercato. Per questa ragione è importante potenziare la modalità "indiretta", studiando procedure di intervento più semplici per importi contenuti che valorizzino il ruolo del sistema bancario e la sua capacità di *origination* a beneficio di un maggior numero di imprese. Occorre anche adoperarsi per migliorare la conoscenza di questo nuovo strumento sia presso le Istituzioni sia presso gli operatori.

2) Parimenti, occorre innovare guardando alle *best practices* dei nostri vicini: per garantire maggiore liquidità al sistema e migliorare le condizioni di finanziamento legate ad operazioni SACE, occorre rendere ammissibili i crediti garantiti da quest'ultima a programmi di *covered bond* e *securitization*. A tal fine, in analogia a quanto già fatto in altri paesi UE (es. Germania, Paesi Bassi e Belgio) dovremmo verificare la possibilità di introdurre un meccanismo analogo a quello della *securitization guarantee*. Grazie a tale meccanismo, la copertura emessa da SACE sarebbe integrata da una vera e propria *first demand guarante*e con un impegno diretto a valere sul bilancio dello Stato.

3) Altrettanto importante è la possibilità di utilizzare i crediti garantiti da SACE come *collateral* per le operazioni di rifinanziamento presso Banca d'Italia. Gli attuali criteri di idoneità definiti dalla Banca Centrale Europea sono infatti scarsamente compatibili con le caratteristiche prevalenti di questa tipologia di *asset*. Al fine di aumentare l'offerta di liquidità, per il tramite della Federazione Bancaria Europea, stiamo promuovendo un'azione presso la BCE per rendere cedibili alle banche centrali i crediti garantiti dalle rispettive ECAs, superando i vincoli regolamentari che ad oggi, in Italia, rendono tale cessione impossibile per una quota sostanziale dei crediti coperti da SACE.

4) Un'ultima considerazione riguarda Simest, rispetto alla quale è opportuna un'analisi finalizzata a valutare l'efficacia dei Fondi pubblici da essa gestiti. Dovrebbero essere evitate

sovrapposizioni con l'attività di finanziamento delle banche (che si verifica sui fondi rotativi), al fine di evitare una perdita di efficienza per tutto il sistema. Peraltro, da anni l'ABI sostiene la necessità di potenziare il ruolo di Simest, rendendola una vera e propria società di venture capital.

Vorrei concludere, infine, con qualche considerazione sul piano istituzionale. Nonostante i progressi compiuti negli ultimi 2 anni, ancora oggi il supporto fornito dal c.d. "Sistema Paese" in Italia è frutto di un sovrapporsi di interventi e riforme dagli obiettivi non sempre chiari e coerenti. Per questo, nonostante gli apprezzabili sforzi compiuti dalle Amministrazioni competenti (MiSE, MAE e ICE), ed il rinnovato vigore dato alla Cabina di Regia per l'Italia Internazionale, di cui anche ABI è parte, permane un quadro di competenze e funzioni cui concorrono, talvolta con sovrapposizioni, talaltra senza la dovuta integrazione, molteplici soggetti, nazionali e locali. Con particolare riferimento agli strumenti finanziari pubblici di supporto, va segnalato che la Cabina di Regia non ha competenza in materia, pur rientrando il monitoraggio di tali interventi tra gli obiettivi che la Cabina stessa si è data di recente.

Riteniamo pertanto quanto mai urgente, anche in ottica di *spending review*, definire quale istituzione possa costituire la necessaria guida integrata ed unitaria in materia di supporto finanziario pubblico all'internazionalizzazione, ed affidare finalmente ad essa i poteri di coordinamento, anche in termini di risorse da investire, di tutte le iniziative utili allo sviluppo di questo importante settore dell'economia.

Dott. Carlo SALVATORI
Presidente Banca Lazard Spa

Ho ascoltato le relazioni di questa mattina, tutte molto interessanti. Vorrei fare qualche considerazione a commento di quanto detto da Innocenzo Cipolletta sul Private Equity, e di quanto detto dagli altri relatori sulla dimensione delle imprese italiane, e quindi dell'impatto di questa dimensione sul business e sulla loro appetibilità da parte degli investitori.

Solo un contributo, alcune osservazioni, qualche elemento in più – se mi consentite – dal punto di vista di una banca d'affari di matrice internazionale, quale è quella che io rappresento in Italia. (Banca per modo di dire perché noi facciamo solo "advisory", non facciamo fidi, non concediamo credito, non siamo in concorrenza con nessuna delle banche qui a Sadiba rappresentate)

Le mie osservazioni sono queste:

1. Gli investitori privati italiani sembrano da qualche tempo scomparsi; anche quelli che i soldi li hanno. I family office delle famiglie ricche che potrebbero investire sono molto – forse troppo – prudenti. Credono poco nel nostro Paese; un Paese che a mio avviso, tutto sommato, merita di maggiore considerazione, soprattutto da parte di noi italiani.

2. I fondi di private equity italiani, con disponibilità di un certo rilievo, sono pochi (3 o 4) e li vedo un po' con il freno a mano tirato. Facciamo loro delle proposte. Spesso la risposta è: non è una proposta interessante. Allora ci rivolgiamo all'estero, e all'estero quella stessa proposta la trovano interessante. Differenti strategie di investimento? Sarà !

3. Sono più presenti sul mercato i fondi di matrice pubblica (quello presieduto da Innocenzo Cipolletta è uno dei più attivi). Ma non possono coprire tutto lo spettro, anche per alcu-

ni loro vincoli interni.

4. Son tornati attivi i fondi di private equity internazionali. Da qualche tempo c'è un ritorno di interesse importante da parte dei fondi esteri, soprattutto quelli americani, verso questo nostro Paese. All'estero credono nell'Italia più di quanto dimostriamo di crederci noi italiani.

Da queste cose che ho detto deriva il risultato di questi anni più recenti: le imprese italiane vanno a finire in mani estere (o come partecipazioni di controllo o come partecipazioni di minoranza qualificata, una minoranza attiva nella gestione).

Solo qualche esempio, ma ce ne sono tanti altri:

• La Ducati, è diventata tedesca

• Nella Pirelli sono entrati i russi

• Versace (il 20% è ora in mano ad un grande fondo americano)

• Unipol SAI. Unipol SAI ha dovuto dismettere un consistente portafoglio. E' l'equivalente della 6°/7° compagnia di assicurazione del nostro Paese. Ebbene: non c'è stato uno, dico uno, operatore italiano (assicurazione o private equity) che si sia fatto avanti. Solo esteri. Sapete cosa è successo: l'affare lo ha concluso Allianz. Ed io credo sia un buon affare.

• MPS. Il Monte dei Paschi evidentemente non piace agli italiani, nonostante le pulizie fatte da Profumo e da Viola. E secondo me sbagliano. Dall'Italia abbiamo solo ricevute offerte irricevibili, quasi offensive della serie "siete con l'acqua alla gola, allora vogliamo fare il business della vita".

Mi direte, ma cosa c'entrano i fondi esteri col Monte dei Paschi. Vi dico che c'entrano, c'entrano. Ci si potrà chiedere perché quel titolo tanto vituperato che era a 0,16/0,17, che alcuni speravano

crollasse a 0,13/0,14 ora è a 0,24 o giù di lì. Attendiamo la fine della partita, forse capiremo un po' di più cosa sarà successo.

Innocenzo Cipolletta e Giovanni Sabatini, ma anche gli altri relatori, hanno rilevato come le nostre imprese siano mediamente più piccole, rispetto alle imprese dei Paesi a noi vicini.

Questo è un problema non banale per l'economia del nostro Paese. Ed è un freno al'intervento del private equity.

Forse le nostre imprese sono piccole anche perché questo nostro Paese non è mai stato in grado di varare una seria politica industriale. Per cui interi settori non sono più italiani, ed altri settori non sono mai diventati grandi e attraenti.

Noi abbiamo richieste, dall'Italia poche, dall'estero di più, di acquisire partecipazioni di controllo o di minoranza in imprese italiane: nei settori più innovativi, quelle che hanno investito in ricerca e innovazione, quelle a componente tecnologica importante, quelle dell'energia, delle utilities, della farmaceutica, quelle della distribuzione organizzata, quelle che esportano – e sono tante.

Il problema è che le imprese aventi dimensioni interessanti per gli investitori sono relativamente poche. Delle due l'una:

- Se la dimensione è importante, le aziende di questi settori vanno bene (o addirittura molto bene) e non hanno bisogno di soldi e di partners. Abbiamo esempi splendidi di gestione illuminata
- Se le dimensioni sono contenute, le aziende vanno male, o sono troppo piccole per essere attraenti.

Parlo in termini generali, ovviamente, perché nello specifico le eccezioni ci sono. E con queste eccezioni si riesce a lavorare bene ed anche con esse l'Italia riesce ad andare avanti.

Dott.Alberto BABAN
Presidente di Piccola Industria e Vice Presidente Confindustria

Banca e finanza per l'impresa innovativa sul mercato globale

Buongiorno a tutti, grazie per l'invito. Intervenire per ultimo offre sempre la possibilità di ascoltare le relazioni e i commenti precedenti, e devo dire che quelle che ho sentito sono state davvero tutte interessanti e ricche di spunti utili. Per non ripetere quanto sinora emerso, proverò a svincolarmi partendo da una visione più generale per passare a quella che è la situazione delle PMI italiane.
La prima valutazione che voglio fare è la seguente: qual è il contesto? Innanzitutto dobbiamo fare una distinzione fra il contesto italiano e il contesto mondiale.
Il primo non solo soffre una crisi economica e industriale, ma da diversi anni – e qui la responsabilità penso sia di tutti – soffre una crisi per mancanza di visione. Noi viviamo di continue statistiche e sappiamo tutto di cosa è successo, ma nessuno ci racconta cosa succederà. La mancanza di visione è un problema che oggi riguarda innanzitutto la struttura della più grande azienda italiana, che si chiama Stato.
Quando infatti "l'azienda Stato" investe nel futuro, investendo nell'istruzione, in infrastrutture e in tutti quei sistemi che arricchiscono il paese, anche se non rispondono ad un'esigenza immediata, significa che sa in quale direzione il Paese si muoverà nel prossimo futuro. E la costruzione del percorso deve necessariamente passare attraverso un'analisi molto attenta della nostra storia più o meno recente e, oggi in particolare, prendendo in considerazione l'abbattimento dei confini in termini di contatti, scambi e contaminazioni socio-culturali. Chi parla di un confine italiano commette un grande errore, perché il confine minimo esistente oggi per il sistema economico si chiama Europa –

ovviamente la moneta unica da questo punto di vista ce lo ricorda – ma andando al di là delle logiche, diciamo, di appartenenza a una istituzione, oggi il confine del mercato è il mondo. Questa è la grande novità degli ultimi 15-20 anni.

In questa logica quanto è importante l'Europa? Molto. L'Europa ci offre una visione. Con "Horizon 2020" fa una politica strutturale di visione completamente diversa, programma un settennio e redistribuisce le risorse date in gestione. Con questa operazione, l'Europa ci invita a investire in ricerca e innovazione con un'attenzione specifica al manifatturiero. Facendo così, dice l'Europa, si andrebbe verso un rafforzamento della politica economica.

L'Italia ha difficoltà a recepire questo approccio di visione, perché troppo concentrata sulle emergenze; l'Italia distribuisce le risorse per pagare debiti, ma non genera credito.

Ma dobbiamo anche guardare oltre e capire cosa sta succedendo in giro per il mondo. Sta succedendo qualcosa che sta trasformando il mondo?

La risposta è SI. C'è una nuova rivoluzione, la quarta rivoluzione industriale, caratterizzata dall'utilizzo delle stampanti 3D nell'industria manifatturiera. Il risultato è lo sviluppo di un nuovo manifatturiero, che si chiama "digifattura" o "manifatturiero digitale". Questo è un fenomeno sul quale non puntiamo, del quale non ci stiamo interessando abbastanza.

Lasciatemi dire che anche in questo caso, come in molti altri, l'Italia non è riuscita a individuare possibili trasformazioni partendo da "fattori endogeni", ma le ha invece subìte da "fattori esogeni". Cosa significa? Pensiamo ad esempio alla crisi finanziaria: non è partita dall'Italia ma dai mercati anglosassoni, l'America e poi la Gran Bretagna, e poi ci ha travolti . Proprio la crisi finanziaria è un esempio interes-

sante, perché dimostra come il confine della moneta non esista, come il sistema finanziario non abbia confini.
Prendiamo come esempio anche la rivoluzione dell'economia digitale che ha seguito questo stesso percorso. Sia la crisi che le opportunità seguono la stessa logica di sconfinamento, ma le seconde crescono dove vengono maggiormente valorizzate. L'industria digitale in America trova un mercato di destinazione e una preparazione sotto il profilo dell'*education* che le consente di crescere e migliorarsi.

Torniamo così al discorso sulla mancanza di visione. Ogni volta che si parla di impresa ci dovrebbero essere studenti e professori universitari ad ascoltare per favorire proprio con il mondo dell'università quelle contaminazioni e collaborazioni che sono importantissime. Molti paesi hanno puntato su questa strategia con successo, penso agli Stati Uniti ma anche ad altri paesi come la Corea, l'Indonesia, l'India, che hanno scommesso sulla formazione, con una chiara capacità di visione sul futuro.

Un aspetto interessante è che la nuova rivoluzione industriale, ovvero quella delle "stampanti 3D", è partita dall'America, oltrepassato i confini, arrivata in Europa e in Italia. Perché? Pur partendo dal digitale, la nuova industria vuole prodotto, vuole manifattura, vuole capacità di creare ad alto valore aggiunto. Supera i confini perché non trova una rete industriale di piccole e medie imprese sufficiente, con opportunità di crescita veloce e che possano soddisfare tutte le richieste che scaturiscono da questa evoluzione del manifatturiero.

Pensiamo, dunque, a quale occasione si presenta per l'Europa. Qualcuno ne sta parlando, ma ancora in pochi. Siamo interessati soltanto a recuperare il debito, senza pensare che questa rivoluzione potrebbe trovare proprio da noi, in Italia, la giusta collocazione.

Stiamo parlando di una rivoluzione alla portata delle nostre imprese, che potrebbe accrescere il mercato in maniera esponenziale. In questa logica il problema dimensionale sparisce. È un'occasione incredibile. Se non l'afferriamo, se non troviamo le persone, se non raccontiamo loro il suo significato e la sua portata, sarà colpa nostra. Le competenze sono la base del fenomeno industriale. Che cos'è il fenomeno industriale in Italia? Sono tre milioni e mezzo di microimprese, partite iva, 183mila piccole imprese, 19mila medie imprese e 3.100 grandi imprese.

Escludiamo per un momento queste ultime, che sono grandi perché hanno trovato i loro mercati di destinazione e sono per forza internazionalizzate. Consideriamo che l'Italia fattura 500 miliardi di euro grazie a imprese italiane che hanno partecipazioni in imprese all'estero e che hanno così contribuito allo sviluppo locale e alla nascita di un know how. Ecco, questo è l'impianto industriale: una rete così capillare, con così ampie capacità e possibilità di crescita, non esiste in nessun'altra parte del mondo.
Imprenditorialità fa rima con italianità. La predisposizione al rischio e la capacità di riuscire ad intraprendere sono caratteristiche tipicamente italiane. Per questo motivo non abbiamo bisogno di trovare imprenditori, ma insegnare loro i modelli di business vincenti. E anche questa è una rivoluzione culturale.

Chi è l'imprenditore? È una persona predisposta al rischio, che ha ambizione, passione, idee e competenze. Oltre a queste caratteristiche, un imprenditore italiano ha, in più, la capacità di esprimere l'evoluzione dell'artigianalità, che a sua volta significa esprimere arte attraverso un manufatto. Queste regole oggi sul mercato valgono oro.
Oggi il problema non è creare un'impresa – basti pensare al fenomeno delle start up – ma spiegare a quei milioni di italiani che vorrebbero farlo cosa significa, quali sono i rischi, qual è il modello che funziona.

Ma cosa spegne l'ambizione, la passione e le idee? La paura. Oggi è il momento più difficile perché le persone, tutti noi, abbiamo paura. Paura è l'incognita, significa non conoscere cosa accadrà domani. Se un imprenditore ha paura, non investe. Il blocco degli investimenti non è dovuto a una mancanza di competenze o di propensione al rischio, ma all'incapacità di vedere cosa succede domani. È tutto troppo veloce, non ci hanno raccontato niente e manca la visione.

A questo si aggiunge un altro fattore di contesto che è la modesta competitività dell'Italia. Oggi l'Italia non è competitiva e l'imprenditore non può rendere la propria impresa competitiva, perché sono le condizioni del contesto a non consentirlo.

Tutti noi dobbiamo dunque impegnarci per rendere uguali o simili le condizioni di competitività rispetto ai nostri concorrenti esteri, ma questo non può dipendere dalle imprese. La responsabilità di trasformare il sistema, rendendolo efficiente, è dello Stato e dobbiamo uscire da questo *loop* in cui tutti – i nuovi governatori, i ministri, il Governo – affermano di ereditare una situazione imbarazzante. Le imprese, dal canto loro, seguono il mercato.

Dobbiamo spiegare alle nostre imprese, riprendendo la definizione del matematico Nassim Nicholas Taleb, la caratteristica fondamentale dell'anti-fragilità. Cosa significa? Per capirlo partiamo dal suo contrario.
Le imprese di dimensioni troppo piccole, che normalmente operano su mercati più ristretti e che non possono variare, sono imprese fragili, in questo momento maggiormente esposte alla crisi dei consumi. Le imprese di grandi dimensioni, che riescono a resistere ai forti cambiamenti, sono invece imprese robuste.

Abbiamo tuttavia circa 100.000 imprese che possiamo

definire anti-fragili, che resistono al cambiamento e si modificano cercando nuovi punti di forza e nuove strategie. Noi dobbiamo riuscire a dialogare con loro perché rappresentano i nuovi driver di sviluppo. Creano ecosistemi e rappresentano il superamento degli sprechi. Sono imprese di media dimensione, che collaborano in media con 274 fornitori e che alimentano un sistema di piccole imprese. In quest'ottica non importa più se la piccola impresa funziona in sé, ma se appartiene a un ecosistema di business funzionante.

Negli ecosistemi, inoltre, i confini non esistono. Faccio un esempio: non è variata la nostra percentuale di export nei confronti della Germania, che resta ancora il nostro primo partner nelle esportazioni. Come mai? Perché le nostre imprese che funzionano e che vendono ai tedeschi sono parte del loro eco-sistema. L'ecosistema tedesco funziona, le imprese che appartengono a questo circuito non solo reggono, ma si sviluppano.

Esistono altri ecosistemi? Certo, se ne stanno creando tantissimi e il Mediterraneo, ad esempio, è un grandissimo ecosistema. È vero che l'evoluzione di quest'area non è ancora chiara, ma il sud Italia potrebbe diventare l'hub del Mediterraneo perché la porta dell'Europa – che è il più grande mercato mondiale – è allo stesso tempo anche la porta del Mediterraneo per il transito non solo di merci, ma anche di uomini e competenze.

Qual è allora l'esperimento che vorrei provare a fare con voi che siete nell'impresa e siete parte dell'impresa? Riuscire a far percepire l'importanza della performance. Provocatoriamente dico "chiudete gli sportelli!", "andate dentro le imprese!" per raccontare agli imprenditori che la misura non sta nella tasca, ma in quanto performa l'impresa. Spieghiamo insieme che quando un'impresa funziona e ha un mercato non è soltanto perché fa prodotti, ma perché essa

stessa è prodotto. Pensare all'impresa come prodotto credo sia l'idea giusta per il futuro. Riuscire a misurare la performance di un intero sistema è uno sforzo culturale che stiamo promuovendo anche noi all'interno di Confindustria.

Collegandomi al discorso che faceva il professor Innocenzo Cipolletta, in questo contesto lo strumento del *private equity* aiuta, e teniamo conto che ci sono imprese manifatturiere che potrebbero crescere molto. Probabilmente sotto il profilo patrimoniale queste imprese non sono a posto, ma a loro non bisogna fornire debito, bisogna fornire credito. Come? Facciamo un'ipotesi, lanciamo un'idea. Le risorse potrebbero essere erogate a patto di costituire una newco, mettendo insieme più imprese che presentano le condizioni per crescere. Cosa potremmo ottenere? Innanzitutto il fatto che per confluire all'interno di un'altra società, la prima azienda deve per forza "quotarsi", nel senso che deve sapere quanto vale. Dobbiamo stimolare dei meccanismi per fare in modo che l'imprenditore capisca quanto vale la sua azienda.

Se accompagniamo gli imprenditori in questo ingresso in un nuovo ecosistema, il risultato è una valorizzazione complessiva e una riapertura dei canali di credito. In questo processo diventa necessario cominciare a valutare anche gli asset intangibili, che sono le competenze maturate dagli imprenditori, i mercati di sbocco e così via.

Nel mio invito ad agevolare lo sviluppo del *private equity* suggerirei, inoltre, di spiegarlo con parole semplici.

Facciamo in modo che l'imprenditore conosca il valore della propria azienda e che il sistema bancario conosca le potenzialità dell'azienda e quanto potrà valere nel futuro. Quella visione che nessuno ci ha dato, dobbiamo essere noi a crearcela, siamo noi la classe dirigente e non dobbiamo aspettare che qualcuno ci dica quali sono i nostri mercati.

Come Confindustria, in particolare Piccola Industria, abbiamo promosso due progetti: "AdottUp" ed "Elite".
Il primo riguarda le start up, che in realtà sono le nostre imprese. Siamo noi, è la nostra storia, tutti noi siamo stati "startuppari", siamo noi i *makers*, siamo noi gli artigiani. Grazie ad AdottUp diamo la possibilità all'impresa tradizionale di adottare l'impresa più innovativa, ovvero una start up.

Il secondo progetto, Elite, è stato portato avanti con Borsa Italiana e sono oltre 160 le imprese che hanno aderito. In pratica le imprese che presentano determinati requisiti accedono a un percorso formativo a costi contenuti finalizzato alla quotazione in Borsa, dove si entra in contatto con altri imprenditori, si fanno incontri alla Università Bocconi.

Bene, è un successo eccezionale, molte di queste imprese stanno addirittura pensando di quotarsi, moltissime hanno già all'interno un fondo di *private equity* e hanno dato vita – questo è un aspetto interessante e rivela una caratteristica molto italiana – a una vera e propria community, con una positività all'insegna della contaminazione reciproca.

Concludo restando aperto ad altre proposte ed è sempre bello ascoltare e partecipare a incontri come questo. Adesso però è il momento di agire e reagire. Grazie.

ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA

Alba Leasing S.p.A.
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Commerciale della Repubblica di San Marino
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Akros S.p.A.
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca Credito Cooperativo di Cambiano
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Mezzogiorno S.p.A. - MCC
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige S.p.A.
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale Scpa.
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Mezzogiorno S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare Valconca S.p.A
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di San Marino S.p.A.
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella Holding S.p.A.
Banca del Sud S.p.A.
Banca Tercas S.p.A.
Banca Valsabbina Scpa
Banco di Brescia S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco Popolare Scpa
Banco di Sardegna S.p.A.
BCC di Spello e Bettona
BNL Gruppo Bnp Paribas
Carifermo S.p.A.

Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e della Lucchesia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio del Veneto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito Industriale Sammarinese S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Extra Banca S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.
Ing Direct
Intesa SanPaolo S.p.A.
Istututo Bancario Lavoro S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
SEC Servizi Scpa
SIA S.p.A.
State Street Bank S.p.A.
UBI Banca Scpa
UBI Banca Private Investment S.p.A.
UBI Pramerica SGR S.p.A.
Unicredit S.p.A.
Unipol Banca S.p.A.
Veneto Banca Scpa

Amici dell'Associazione
Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Carta Si S.p.A.
Consilia-Business Management
Crif Decision Solution S.p.A.
KPMG Advisory S.p.A.
Oasi Diagram S.p.A.
Pitagora S.p.A.
Unione Fiduciaria S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO www.assbb.it

I testi precedenti sono disponibili a richiesta

N. 250 **"BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO" Commenti**
C. Faissola - M. Perini - G. Vegas - aprile 2009

N. 251 **"QUALE BANCA DOPO LA CRISI" Commenti** M. Lossani - A. Baglioni - E. Beccalli - P. Bongini - E. Panetta - A. Sironi - marzo 2009

N. 252 **"NUOVE REGOLE PER UN'ATTIVITÀ BANCARIA ETICA."**
"COMPORTAMENTI DEL BUON BANCHIERE" Commenti T. Bianchi - marzo 2010

N. 253 **"LE BANCHE NELL'ATTUALE MERCATO E L'OPINIONE DEI CLIENTI"**
N. Pagnoncelli - aprile 2010

N. 254 **"LA GESTIONE DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA"**
F. Bellotti - D. Gronchi - F. Kerbaker - marzo 2010

N. 255 **"LA CONGIUNTURA, LA DINAMICA DEL CREDITO E LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE"**
M. Lossani - F. De Novellis - F. Panetta - G. De Felice - giugno 2010

N. 256 **"REGOLE E MERCATO"**
V. Conti - I. Visco - C. Faissola - giugno 2010

N. 257 **"LA GESTIONE DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA"**
G. Viciago - E. La Mecca - V. Missab - L. Moscatello - C. Salvatori - luglio 2010

N. 258 **"LEZIONI SULLA FORMAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO"**
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - dicembre 2010

N. 259 **"ANSIA PER I DEBITI SOVRANI: UNA QUESTIONE MORALE PER LE BANCHE"**
T. Bianchi - marzo 2011

N. 260 **"ASPETTI REPUTAZIONALI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI"**
I. Pagnoncelli - aprile 2011

N. 261 **"LE PROSPETTIVE DELLA REDDITIVITÀ"**
A. banfi - G. Piccini - C. Salvatori - aprile 2011

N. 262 **"SCENARI DI CONTESTO ECONOMICO"**
L. Lossaci - R. Sabbatini - A. Campenile - aprile 2011

N. 263 **"IL FUNDING DELLE BANCHE ITALIANE: PROBLEMI E PROSPETTIVE"**
G. Vaciago - M. Bianconi - G. De Felice - maggio 2011

N. 264 **"GLI SCENARI DELLA REGOLAMENTAZIONE E DEI CONTROLLI: COSTI ED OPPORTUNITÀ PER L'INDUSTRIA BANCARIA E FINANZIARIA"**
R. Ranci - V. Conti - G. Sabatini - A.M. Tarantola - giugno 2011

N. 265 **"ALLA RICERCA DELL'EQUILIBRIO DI MEDIO/LUNGO PERIODO NELLE GESTIONI BANCARIE"**
Prof. Tancredi Bianchi, Professore Emerito nell'Università Bocconi di Milano - marzo 2012

N. 266 **"TRE PROTAGONISTI DEL NOVECENTO: MENICHELLA, MATTIOLI, DELL'AMORE"**
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - aprile 2012

N. 267 **"LO SCENARIO ECONOMICO"**
M. Lossani - A. Generale - P. Bongini - aprile 2012

N. 268 **"RISCHIO, REGOLE E RESPONSABILITÀ"**
P. Ranci - A. Baglioni - V. Conti - L.F. Signorini - aprile 2012

N. 269 **"LE SFIDE DELLA COMPLESSITÀ: IL RUOLO DELLE RISORSE STRATEGICHE"**
A. Banfi - F. Micheli - G. Sabatini - C. Dell'Aringa - aprile 2012

N. 270 **"RISCHIO, REGOLE E RESPONSABILITÀ"**
A. Enria - G. Mussari - maggio 2012

N. 271 **"LE SFIDE DELLA COMPLESSITÀ: LE IMPLICAZIONI SULL'ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE"**
G. Vaciago - M. Massacesi - G. Zadra - marzo 2012

N. 272 **"QUANDO FINISCONO LE CRISI"**
G. Vaciago - febbraio 2013

N. 273 **"QUALE MODELLO DI BANCA PER LE SFIDE DEL FUTURO?"**
T. Bianchi - F. Panetta - marzo 2013

N. 274 **"IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO NELL'ECONOMIA GLOBALE (1970 - 2000)"**
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - giugno 2013

N. 275 **"QUALE MODELLO DI BANCA PER LE SFIDE DEL FUTURO?"**
II PARTE
G. Vaciago - M. Onado - G. Sabatini - V. Conti - luglio 2013

N. 276 **"BANCHE E IMPRESE DI FRONTE ALLA SFIDA DELLA GLOBALIZZAZIONE: IL PUNTO DI VISTA DELLE BANCHE"**
A. Banfi - G. Ajassa - G. de Felice - A. Santilli - A. Cataldo - marzo 2013

N. 277 **"L'EUROPA TRA CRISI E INTEGRAZIONE: EFFETTI SULLE BANCHE"**
M. Lossani - A. Baglioni - D. Focarelli - marzo 2013

N. 278 **"LE CRISI BANCARIE IN ITALIA NELL'OTTOCENTO E NEL NOVECENTO: CAUSE E SVOLGIMENTI"**
C. Conti - A. Cova - S. La Francesca - maggio 2014

N. 279 **"BANCHE E IMPRESE DOPO LA LUNGA RECESSIONE: LA SFIDA DELLA CRESCITA"**
M. Lossani - P. Sella - A. Bombassei - giugno 2014

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: bpci-assbb@bpci.it - sito web: www.assbb.it

Stampato da Grafica Briantea Srl - Usmate (MI)
giugno 2014