



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea specialistica
(ordinamento ex D.M. 509/1999)
in Marketing e Comunicazione

Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Il sistema bancario e le PMI: la rivoluzione degli Istituti di domani a sostegno dell'imprenditorialità

Relatore

Ch. Prof. Stefano Micelli

Laureando

Marta Bisinella

Matricola 803915

Anno Accademico

2015 / 2016

INDICE

Introduzione	1
1. IL CONTESTO ITALIANO DEL MERCATO DEL CAPITALE PER LE IMPRESE E IL RAPPORTO CON LE BANCHE	2
1.1 La crisi finanziaria internazionale	2
1.1.1. <i>Le origini</i>	2
1.1.2. <i>Lo sviluppo</i>	8
1.1.3. <i>La crisi dei debiti sovrani europei</i>	9
1.2 Le piccole medie imprese nel sistema italiano e l'accesso al credito	15
1.2.1 <i>Definizione e struttura finanziaria delle PMI italiane</i>	15
1.2.2 <i>La fragilità finanziaria delle imprese e l'impatto della crisi</i>	21
1.2.3. <i>Il credito alle imprese durante la crisi</i>	25
1.3 Basilea e l'impatto nei rapporti banca impresa	33
1.3.1. <i>Basilea 2</i>	33
1.3.2. <i>I sistemi interni di rating opportunità e criticità nei rapporti banca impresa</i>	37
1.3.3 <i>Da Basilea 2 Basilea 3</i>	40
2. NUOVI MODELLI DI SERVIZIO E RELAZIONE TRA BANCA E IMPRESA NEL PANORAMA ITALIANO	44
2.1 La sostenibilità del business bancario: il rinnovamento dell'offerta bancaria alle imprese	44
2.2. Imprenditorialità e competitività delle PMI italiane	50
2.3. Strumenti alternativi per il credito: i mini bond	54
2.3.1 <i>Mini bond: definizione, contesto e normativa</i>	54
2.3.2 <i>La piattaforma "mini bond" di Popolare di Vicenza</i>	58

3. NUOVI ECOSISTEMI DI BUSINESS A SOSTEGNO DELL'INNOVAZIONE E DELLA IMPRENDITORIALITA'	67
3.1. Innovazione e tecnologia nelle PMI	67
3.1.1. <i>Le start up innovative</i>	70
3.2. Progetto "ADOTTUP" di Banca Intesa Sanpaolo e Confindustria	72
3.2.1. <i>Il caso Bluesquare e l'adozione da parte di Push srl</i>	78
3.2.2. <i>Il caso Orange Fiber e l'adozione da parte di due imprenditori catanesi</i>	83
3.2.3. <i>Leaf e l'adozione da parte di Venetronic</i>	87
3.3. L'internazionalizzazione delle PMI	92
3.3.1. <i>Il programma GO INTERNATIONAL di Unicredit</i>	96
3.3.2. <i>Il progetto EXPO di Banca Intesa</i>	99
Conclusioni	102
Bibliografia	105
Sitografia	111

Introduzione

A partire dal 2008 la crisi finanziaria e il crollo del commercio mondiale hanno generato un difficile scenario nel quale si è assistito ad una restrizione nei criteri di concessione del credito da parte delle banche e ad un peggioramento dei rating finanziari delle imprese con conseguente peggioramento del dialogo tra istituti di credito e tessuto produttivo. La crisi non ha risparmiato il nostro paese dove le imprese, frazionate in una moltitudine di piccole e medie imprese, hanno particolarmente sofferto a causa di una pregressa fragilità finanziaria. Lo squilibrio finanziario che le caratterizza, unito ad un impoverimento della redditività e dei relativi bilanci, ai ritardi nei pagamenti acuitizzati dalla crisi economica, hanno innescato un circolo vizioso nel quale esse, proprio nel momento di maggior bisogno, si sono viste razionare l'offerta di credito, dando vita al fenomeno del cosiddetto *credit crunch*. L'instabilità dei mercati e il difficile quadro economico, reso ancora più incerto dall'esplosione dei debiti sovrani europei, hanno messo in luce le debolezze del sistema bancario Italiano che ha risposto con un atteggiamento cautelativo.

Tale scenario comporta però una fase di trasformazione nella quale le banche possono sviluppare e ripensare gli strumenti di supporto delle PMI e della imprenditorialità tramite soluzioni e servizi innovativi che allo stesso tempo possono rappresentare una nuova fonte di guadagno.

L'elaborato si propone quindi di analizzare, partendo dall'approfondimento delle cause che hanno scatenato la crisi finanziaria statunitense poi divenuta crisi economica internazionale e i riflessi sul sistema produttivo e bancario italiano, gli strumenti messi in atto dalle banche a sostegno dell'imprenditorialità proponendo alcuni casi aziendali di successo.

1. IL CONTESTO ITALIANO DEL MERCATO DEL CAPITALE PER LE IMPRESE E IL RAPPORTO CON LE BANCHE

1.1. La crisi finanziaria internazionale

La crisi finanziaria internazionale ed economica che a partire dal 2008 ha colpito gran parte dei paesi a livello globale, compresa l'Italia, vede la sua prima manifestazione nelle turbolenze di matrice finanziaria scoppiate nell'estate del 2007 negli Stati Uniti a seguito di insolvenze nel settore dei mutui a basso merito creditizio, i cosiddetti mutui *subprime*.

Ben presto la crisi finanziaria americana, a causa della globalizzazione dei flussi e l'interconnessione dei mercati finanziari si è propagata a livello mondiale per poi trasferirsi all'economia reale dando vita al blocco del commercio internazionale.

La sfiducia degli operatori economici e il relativo blocco dei mercati finanziari, l'inaridimento della liquidità e il razionamento del credito alle famiglie e imprese, uniti ad un aumento del prezzo del petrolio che ha sfiorato i 147 dollari al barile a luglio del 2008, hanno portato ad una contrazione della domanda e dell'offerta aggregata dando vita ad una recessione.

La concomitanza di tali fattori ha generato nel biennio 2008/2009 una riduzione del Pil mondiale ed un crollo della produzione industriale e dei fatturati tanto che tale periodo è definito dagli economisti come la "Grande recessione".

I dati forniti dal Fondo Monetario Internazionale (FIGURA 1) evidenziano come la crescita del PIL mondiale si sia dimezzata dal 5,4% del 2007 al 2,7% nel 2008 per diventare addirittura negativa nel 2009 (-0,6%), evento per la prima volta dal secondo dopoguerra.

Stati Uniti ed Europa, per evitare che la recessione si trasformasse in depressione,

FIGURA 1 - PIL E INFLAZIONE NELL'ECONOMIA MONDIALE PRIMA E DURANTE LA CRISI¹

Anno	Tassi di crescita (%)	
	PIL	Inflazione
2000-2006	+3,4	+3,4
2007	+5,4	+4,0
2008	+2,7	+6,0
2009	-0,6	+2,5
2010	+5,3	+3,7
2011-2012	+3,5	+4,4

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, World Economic Outlook, aprile 2013

hanno dato vita ad una politica monetaria e fiscale espansiva con la messa in campo di ingenti risorse economiche a supporto del sistema finanziario per scongiurarne il collasso.

Nonostante le pronte ed importanti politiche anti-crisi messe in atto, la crisi si è propagata anche al mercato del lavoro con forti ripercussioni economico sociali in termini di disoccupazione, soprattutto nell'area Euro.

In Europa infatti la crisi e l'aumento della spesa pubblica per gli interventi sopradescritti, hanno determinato un incremento dello stock di debito pubblico e dei deficit tanto da portare alla crisi dei debiti sovrani esplosa nel 2011. La presa di coscienza dell'insostenibilità dei conti pubblici della Grecia ha bene presto creato un effetto contagio sulle economie più deboli: sono entrate in crisi l'Italia, la Spagna e il Portogallo.

Si è assistito quindi ad un seconda fase della crisi, dalla quale oggi non siamo ancora usciti completamente.

1. Daveri F., Macroeconomia della crisi, Zanichelli Editore, Bologna, 2013.

1.1.1. Le origini

Nonostante la crisi finanziaria ed economica mondiale sia stata innescata dalla crisi dei mutui *subprime* in America, essa affonda le sue radici in una molteplicità di fattori e di distorsioni accumulatisi negli anni, ben distinguibili tra loro ma fortemente correlati. In particolare la crisi attuale è il “punto di arrivo dei passati decenni di sviluppo dell’economia degli Usa, con una crescita a tassi elevati trascinata dai consumi e resa possibile dal cronico disavanzo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti e dal conseguente progressivo accumulo di un forte debito estero, che ha colmato la carenza di risorse derivante dall’esaurirsi del processo di formazione del risparmio”². Ad una carenza di risparmio in alcune aree del mondo, in particolare negli Stati Uniti e’ corrisposta una eccedenza in altre, soprattutto in Cina e nei paesi emergenti ad alto tasso di crescita³.

La forte correlazione tra i mercati internazionali ha spinto l’eccesso di liquidità dei paesi emergenti asiatici verso l’ America e gli altri paesi industrializzati a scopo di investimento, alimentandone i mercati.

Gli anni precedenti la crisi sono stati caratterizzati da una espansione economica a livello mondiale e da una sostanziale stabilità del sistema, tale fase e’ stata definita come “*Great Moderation*”. In particolare dopo il rallentamento del 2001 dovuto alla caduta delle Torri Gemelle in America, il triennio 2004-2006⁴ ha visto una repentina crescita globale accompagnata da un periodo di bassi tassi di interessi e inflazione contenuta. In America, a seguito della politica monetaria espansiva della

2 Porter A., *La crisi, le banche e i mercati finanziari*, Paper n. 102, Aprile 2010.

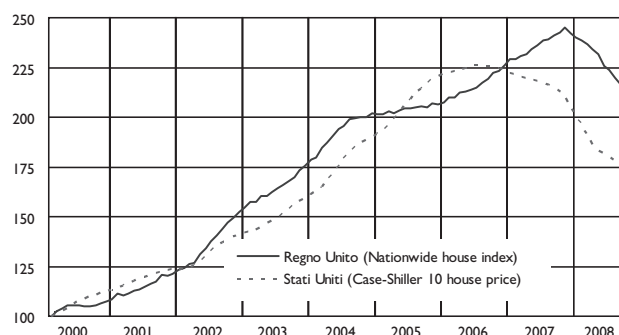
3 Draghi M. *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, *Bancaria*, n. 11/2008

4 “The years that preceded the recent turbulence saw an exceptionally strong performance of the world economy – another phase of what has come to be known as the “*Great Moderation*”. Following the global slowdown of 2001, the world economy had recovered rather rapidly, posting record growth rates in 2004, 2005 and 2006”, Borio C., *The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations*, Bank for International Settlements - working paper, marzo 2008 .

Fed in risposta alla crisi della new economy e alla caduta delle Torri Gemelle, il tasso di riferimento è passato dal 2001 al 2004 dal 6% all'1%. Il ridotto costo del denaro ha determinato un forte sviluppo del credito e degli aggregati monetari generando un aumento dei prezzi delle attività finanziarie e reali, in particolare modo nel mercato immobiliare degli Stati Uniti (FIGURA 2).

FIGURA 2 – MERCATO IMMOBILIARE NEGLI STATI UNITI⁵

Mercato immobiliare negli Stati Uniti: prezzi delle case e insolvenze sui mutui - Indici di prezzo delle case negli Stati Uniti e nel Regno Unito (Indici gennaio 2000 = 100)



FONTE: THOMSON FINANCIAL DATASTREAM

Lo dimostra bene l'indice di Case-Schiller, indice che esprime le variazioni dei prezzi delle abitazioni americane, che ha subito un'impennata tra il 2000 e metà del 2006 crescendo del 130%. L'effetto ricchezza generato dall'aumento del valore delle attività sostiene l'economia ed alimenta i consumi mentre aumenta l'indebitamento e si contrae il risparmio. Il facile ed economico accesso al mercato del credito da parte delle famiglie americane spingono quest'ultime ad indebitarsi per l'acquisto di una proprietà immobiliare, incentivate anche dai sussidi statali offerti⁶.

⁵ Draghi M. *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, Bancaria, 2008

⁶ Ricordiamo che nel 2003 l'allora presidente degli Usa Bush firma il "Development Act", una legge che offre sussidi alle famiglie per l'acquisto di una proprietà immobiliare.

Nel frattempo il mercato finanziario andava trasformandosi: la deregolamentazione, il progresso tecnologico e l'innovazione finanziaria hanno aumentato il volume delle transazioni, riducendone i costi e sviluppando nuovi prodotti e nuovi mercati caratterizzati da una forte propensione al rischio e quindi da maggiori rendimenti.

Queste nuove opportunità hanno fatto sì che gli intermediari e le banche abbiano spostato il centro delle loro attività dal tradizionale modello di business *"buy and hold"* ad un modello *"originate to distribute"* (OTD), andando ben oltre il tradizionale modello di intermediazione. In quest'ottica ad un modello basato sulla relazione di lungo periodo con la clientela e al mantenimento nel proprio portafoglio delle attività fino alla scadenza si è preferito un modello (OTD) con il quale, grazie a nuovi strumenti finanziari opachi che sfruttano il sistema della cartolarizzazione⁷, si è proceduto alla frammentazione e alla vendita di parte delle attività da cui ricavare profitto.

L'accresciuto appetito per questi facili ricavi ha fatto sì che il sistema aumentasse la leva finanziaria con conseguente sbilancio tra i mezzi propri e i debiti e creando un disallineamento tra le durate delle attività e passività degli intermediari finanziari.

Le nuove regole introdotte in America dalla SEC⁸ tramite il *Consolidated Supervised Entities Program* hanno infatti permesso che il rapporto *debt/equity* delle banche d'investimento potesse essere spostato da un massimo di 15:1 a 40:1.

⁷ Il processo di cartolarizzazione consiste nella trasformazione di una attività illiquida, in questo caso i mutui, in uno strumento negoziabile sul mercato: la banca vende i propri crediti ad una società terza (SIV o conduits) che per pagare l'operazione emette dei titoli negoziabili sul mercato (li trasforma appunto in "carta" da qui il nome cartolarizzazione) con varie strutture tecniche e grado di complessità, i cui flussi di cassa in termini di interessi e di capitale sono correlati con i flussi di cassa degli assets ceduti. Un esempio sono le asset backed Securities (ABS), che a seconda dell'attivo sottostante si dividono in vari tipi, ad esempio: MBS (mortgage backed security), CMO (collateralized mortgage obligation) e CDO (collateralized debt obligation).

Fonte: www.borsaitaliana.it

⁸ SEC (Securities and Exchange Commission), commissione federale del governo americano preposta al controllo del sistema finanziario

L'aumento dei rendimenti e dei profitti ottenuto tramite questo meccanismo ed il boom immobiliare hanno spinto le banche a concedere prestiti e mutui non solo a clienti con adeguate capacità di rimborso (*prime mortgage*) ma anche a clienti non particolarmente meritevoli da un punto di vista creditizio e quindi con maggior assunzione di rischio (*subprime mortgage*).

Oltre le banche altri soggetti economici hanno aiutato a gonfiare il mercato del credito, particolari società non soggette a vigilanza (*mortgage banker*): un esempio sono le due istituzioni Fanny Mae e Freddie Mac, agenzie a carattere pubblico nate per sostenere il mercato dei mutui immobiliari.

Ben presto si è creato un sistema finanziario complesso, ad elevata opacità informativa tra gli operatori, ad elevato indebitamento ed alta esposizione al rischio dove veniva cercata una massimizzazione esasperata dei profitti, a cui ha contribuito il meccanismo di retribuzione dei manager delle banche che vedevano un aumento dei loro bonus all'aumentare dei profitti.

Basti ricordare che nel 2007 le cinque più grandi banche di investimento americane (Bear Stearns, Lehman Brother, Merrill Lynch, Morgan Stanley e Goldman Sachs) hanno erogato ai loro dipendenti premi produttività per oltre 38 miliardi di euro⁹. È venuta meno quindi la trasparenza del mercato: spesso gli intermediari alternativi non erano nemmeno soggetti alla vigilanza della Fed e non erano dotati di strutture patrimoniali adeguate. Inoltre il sistema venne disincentivato nel scegliere e monitorare i crediti oggetto poi di "impacchettamento" in titoli che venivano riversati nel sistema. Le valutazioni furono demandate alle agenzie di rating, le quali però si trovavano spesso in una situazione di conflitto di interesse per il doppio ruolo che ricoprivano.

I loro profitti infatti dipendevano dagli emittenti dei titoli che dovevano valutare ai quali spesso offrivano anche servizi a carattere consulenziale.

Così facendo il sistema ha attirato un'elevata quota di risorse economiche commettendo però "un grande errore: il sistema finanziario dovrebbe essere un mezzo per raggiungere il fine ultimo dello sviluppo economico; invece, in Usa è

⁹ Francesco Daveri, *Macroeconomia della crisi*, Zanichelli Editore, Bologna, 2013

stato un fine e non un mezzo al servizio dello sviluppo”.¹⁰

1.1.2. Lo sviluppo

Il meccanismo creatosi si inceppa facilmente non appena la Fed, per scongiurare un aumento dell'inflazione, irrigidisce la politica monetaria fin prima espansiva aumentando il tasso di riferimento che raggiunge il 5,17% nel 2006 e il 5,28% nel 2007 e si assiste ad un rallentamento ciclico dell'economia.

Ben presto l'accresciuto costo del credito che tanti americani avevano ottenuto facilmente porta ad un aumento delle insolvenze dei mutui, in particolare sul segmento dei subprime: le banche sono quindi costrette a vendere, o addirittura a svendere, gli immobili a garanzia che, con un effetto a catena, arresta il mercato immobiliare che inizia a registrare un crollo dei prezzi delle abitazioni.

Lo scoppio della bolla immobiliare contagia i mercati finanziari e le quotazioni di quei titoli strutturati legati al mercato dei mutui crollano, facendo registrare forti perdite agli istituti bancari e a tutte le istituzioni finanziarie che li detenevano nei propri portafogli e dei quali tutti volevano liberarsi.

Nel 2008 entrano in crisi le maggiori banche d'investimento: Merrill Lynch viene accorpata nella Bank of America, Bearn Stearns acquistata da JP Morgan mentre Morgan Stanley e Goldman Sach si trasformano in banche commerciali.

Il culmine della crisi viene raggiunto il 15 settembre del 2008 quando la banca d'affari Lehmann Brothers da avvio alla procedura fallimentare nota come Chapter 11. La crisi diventa sistemica e si diffonde grazie alle forti interdipendenze del mercato finanziario mondiale registrando un crollo dei mercati azionari a livello globale. Le quotazioni azionarie subiscono un crollo: per le banche statunitensi il calo tra il giugno del 2007 e la metà di settembre 2008 e' di quasi il 50%, simile al calo delle banche europee. Il crollo della fiducia e i dubbi sulla solidità patrimoniale degli intermediari finanziari fa sì che la crisi diventi crisi di liquidità, con le banche

¹⁰ Stiglitz J.E., La crisi finanziaria internazionale: le regola da riscrivere e le prospettive future, in *Bancaria*, Roma, n. 09/2009.

che non si fidano l'una dell'altra nello scambio di denaro, si assiste ad una concentrazione delle contrattazioni di denaro nel brevissimo periodo, addirittura sul segmento overnight. I tassi di interesse si alzano e aumentano gli spreads rispetto ai titoli di Stato.

Tutto ciò ha impedito il corretto funzionamento del mercato interbancario con forti ripercussioni sui costi del credito a famiglie e imprese e ad una contrazione della sua concessione, noto come *credit crunch*.

Negli anni 2008/2009 si assiste ad una contrazione del Pil al livello mondiale che colpisce gran parte dei paesi, la recessione diventa la Grande recessione¹¹, cioè la peggiore crisi economica dal secondo dopoguerra.

La crisi si è quindi trasferita all'economia reale con una contrazione dei consumi, della produzione ed un blocco del commercio mondiale.

1.1.3 La crisi del debito sovrano europeo

I necessari interventi dei vari governi a tutela del sistema finanziario e quindi dell'intero sistema economico attuati nel biennio 2008/2009, sia ad opera di stabilizzatori automatici sia ad opera di interventi a carattere discrezionale, hanno pesato però sui conti pubblici. Le misure anti crisi hanno quindi messo in luce ed amplificato i deficit e i debiti pubblici soprattutto per quei paesi già caratterizzati da una vulnerabilità economico finanziaria.

Nell'area eurozona infatti i paesi presentavano caratteristiche eterogenee per le condizioni della finanza pubblica, i cosiddetti paesi *core* (esempio la Germania) erano caratterizzati da un contenuto livello del debito pubblico mentre i paesi periferici, i cosiddetti paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna), avevano accumulato negli anni forti indebitamenti pubblici, aumentato i deficit, il tutto spesso accompagnato da un basso tasso di crescita del Pil¹².

¹¹ Daveri M, *Macroeconomia della crisi*, Zanichelli Editore, Bologna, 2013

¹² Consob, *La crisi del debito sovrano 2010-2011*, www.consob.it

Nell'ottobre del 2009 la Grecia rende pubblico lo stato di dissesto dei propri conti pubblici, rivedendo il rapporto deficit/PIL dal 3,7% al 12,7%: si fa strada la possibilità di insolvenza dello stato greco con effetto contagio per i paesi in situazioni simili, segnando così il passaggio ad una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano, con l'effetto di vanificare la leggera ripresa economica. Entrano quindi in crisi anche il Portogallo e l'Irlanda, crisi che poi si estende con un effetto contagio nel corso del 2011 a Spagna e Italia, dando via ad una serie di salvataggi da parte del Fondo Monetario Internazionale senza precedenti che peseranno sulla collettività. I dubbi sulla solvibilità di tali paesi si traducono in un aumento dei rispettivi rendimenti dei titoli di Stato emessi dai paesi potenzialmente insolventi, tanto da portare il differenziale (cosiddetto spread) dei titoli di Stato decennali greci rispetto al benchmark tedesco sopra i 700 punti base ad aprile 2010.

Le agenzie di rating inoltre rivedono al ribasso i giudizi dei vari paesi e conseguentemente anche i rating delle rispettive banche che sono fortemente correlate con il debito pubblico dando vita a forti turbolenze nel mercato finanziario con ampie perdite. Il settore bancario è quello più penalizzato dalla situazione ed è quello che ha subito maggiori perdite: le banche infatti sono detentrici dei titoli di stato o per investimento o come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento, abbassandosi il loro attivo sale anche il rischio insolvenza delle banche con conseguente abbassamento dei valori azionari.

La crisi, nata dalle banche, è passata agli Stati Sovrani¹³ per poi tornare alle banche stesse. L'effetto della crisi però non si è fermato alle banche le quali hanno poi messo in atto meccanismi di razionamento del credito e aumento del costo del credito stesso dando vita ad una forte incertezza che di certo non ha favorito i consumi e gli investimenti, riversandosi quindi nell'economia reale.

Per poter far scendere lo spread e riportare la fiducia nel sistema si è resa necessaria per i governi sotto esame l'adozione di politiche fiscali restrittive e

13. Bianchi C., *Gli sviluppi della crisi e la posizione internazionale dell'Italia*, Università di Pavia, Milano, 15 febbraio 2012

riforme strutturali dando vita alla cosiddetta *austerità*¹⁴.

Tali iniziative avevano lo scopo di ridurre il rapporto deficit/PIL cercando di abbassarne il numeratore, in realtà la politica di austerità ha contribuito ad un blocco dei consumi, generando anche una diminuzione del PIL al denominatore, concorrendo quindi al rallentamento della crescita e addirittura in alcuni casi con effetti recessivi inaspettati¹⁵.

Ne deriva che il rapporto debito pubblico dell'area euro nel suo complesso è aumentato di cinque punti percentuali dal 2010 al 2012, in Germania si è fermato al 82%, in Francia è salito al 90%, mentre in Italia è esploso al 127% del PIL.

Il culmine della crisi dei debiti sovrani si ha però nell'estate del 2011 con l'annuncio del coinvolgimento degli investitori privati nel piano di risanamento del debito greco, i mercati finanziari hanno preso coscienza delle implicazioni del divieto di interventi di salvataggio dei paesi membri imposto dal Trattato dell'Unione, ne è conseguita una gravissima crisi di fiducia nella capacità di tenuta della moneta unica. La crisi investe prima l'Italia e poi anche la Spagna. In Italia il rendimento dei BTP decennali ha raggiunto quasi il 7% con conseguente aumento del costo di rifinanziamento del debito pubblico, portando il cosiddetto *spread* a 570 punti base a novembre 2011.

Contemporaneamente nei paesi più colpiti dalla tensione peggiorano le condizioni di provvista all'ingrosso delle banche il cui merito creditizio veniva assimilato a quello dei paesi sovrani di appartenenza, si inaridivano i collocamenti di

14 Per molti paesi europei, non solo per i paesi sotto esame cosiddetti periferici fulcro della crisi, il "dimagrimento" statale si è tradotto fondamentalmente in quattro misure comuni, declinate poi con varie modalità e tecniche:

- la privatizzazione, lo scioglimento di imprese ed enti pubblici;
- la riduzione o il congelamento delle retribuzioni e dei contratti dei dipendenti pubblici;
- taglio fondi destinati ai governi locali posti ora a severi vincoli di spesa;
- riduzione dei programmi pubblici di spesa, nel campo dell'economia, militare, dell'assistenza sociale e della previdenza.

Fonte: Napolitano G., *La crisi del debito sovrano e le misure di "riduzione dello Stato"*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 12/2010.

15 Francesco Daveri, *Macroeconomia della crisi*, Zanichelli Editore, 2013

obbligazioni e il costo della raccolta aumentava. Le banche hanno reagito con un razionamento del credito, sia in senso forte, consistente in una maggiore rigidità rifiuto a concedere credito, sia in senso debole, consistente nella concessione di credito a costi troppo elevati tanto da indurre il prenditore a rifiutare l'offerta.

L'Unione Europea, che fino ad allora non disponeva di strumenti per la gestione delle crisi sovrane, e' quindi intervenuta in vari momenti in aiuto agli stati in difficoltà: nel dicembre 2010 e' stato istituito lo European Financial Stability Facility (EFSF), un strumento temporaneo poi affiancato dallo European Stability Mechanism (ESM), strumento permanente per la gestione delle crisi.¹⁶

Di fronte a rischio di una grave restrizione del credito a imprese e famiglie e per aiutare il sistema interbancario ad uscire dall'empasse che si era creato a causa della crisi di fiducia reciproca riguardo la solidità patrimoniale e di liquidità delle controparti, la BCE, oltre a tagliare i tassi di interesse, e' intervenuta allargando la casistica di misure di politica monetaria non convenzionale¹⁷.

Nonostante tutto le tensioni sui mercati rimangono alte tanto che il differenziale dei rendimenti tra i BTP italiani e Bund tedeschi a luglio 2012 era ancora a 5 punti base, La BCE, nelle parole del suo presidente Mario Draghi, annuncia a luglio che "l'euro è irreversibile" e che quindi "la BCE è pronta a fare tutto il necessario".

A settembre viene quindi annunciato l'OMT (Outright Monetary Transaction), ovvero la possibilità di acquisto illimitato da parte della stessa BCE dei titoli di

16 Tra il 2010 e il 2012 i paesi europei, tramite gli istituti dell'ESM e dell'ESF, hanno erogato prestiti a controparti in difficoltà per 280 miliardi, tali aiuti si sono poi espansi anche all'acquisto di titoli pubblici sia sul mercato primario che secondario e alla ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie.

17 Da qui l'intervento tramite due operazioni di rifinanziamento (Long Term Refinancing Operations- LTROs) a tre anni avvenute a dicembre 2011 e a marzo dell'anno successivo per un ammontare complessivo di 1.000 miliardi di euro ad un tasso agevolato dell'1%. Di fatto la Bce ha reso disponibile alle banche una liquidità illimitata, vincolata solo alla disponibilità di una collaterale per accedervi, ampliando oltretutto la lista degli strumenti da poter fornire in garanzia. In questo modo si e' cercato di mantenere sufficiente liquidità nel sistema bancario per supportare il credito a imprese e famiglie a fronte delle turbolenze che avevano investito il mercato interbancario.

Stato sul mercato secondario per i paesi in difficoltà. Lo scopo è quello di contrastare l'eccessivo aumento dei rendimenti sovrano quando ciò sia causato da un distorto meccanismo di trasmissione della politica monetaria. I benefici dell'OMT non tardano a manifestarsi: i rendimenti a medio lungo termine nei paesi periferici sono diminuiti così come i differenziali tra i titoli pubblici allentando la pressione speculativa che ne alimentava il mercato.

L'azione però della BCE, ben conscia della gravità della crisi, non si è fermata, ed ha continuato a perseguire una politica di abbassamento dei tassi di riferimento tanto da portarlo a giugno 2014 allo 0,15% tanto che i depositi detenuti dalle varie banche presso la BCE hanno raggiunto un rendimento negativo (-0,1%), con lo scopo di scongiurare un andamento deflattivo dell'inflazione¹⁸.

Il consiglio della BCE, oltre ad aver ridotto i tassi ufficiali fino al limite più basso a giugno 2014 ha annunciato l'avvio di nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO, Targeted Longer Term Refinancing Operations)¹⁹ e in settembre quello di un programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite (CBPP3, Covered Bond Purchase Programme) e di ABS emessi a seguito di cartolarizzazione di crediti bancari a imprese e famiglie (ABSPP, Asset Backed Securities Purchase Programme) con l'obiettivo di favorire il credito all'economia reale e stimolare la crescita.

Per dare un ulteriore slancio alla ripresa il consiglio della BCE ha deciso a gennaio 2015, visto che la leva di riduzione dei tassi non era più perseguibile in quanto già ridotti allo zero, di estendere il programma di acquisto anche ai titoli pubblici

18 L'obiettivo primario della politica monetaria della BCE infatti è mantenere la stabilità dei prezzi, definita come un tasso di inflazione vicino ma inferiore al 2%. Normalmente i tassi di interesse sono lo strumento con il quale la banca centrale attua la propria politica monetaria, quando l'inflazione scende sotto un livello incompatibile con la stabilità dei prezzi, i tassi di ufficiali vengono ridotti.

19 Per esempio le LTRO hanno consentito agli istituti di credito di accedere sino a giugno 2016 con aste trimestrale a delle operazioni di rifinanziamento presso L'Eurosistema a condizioni molto vantaggiose a patto che gli stessi eroghino credito a imprese e famiglie (ad eccezione dei mutui immobiliari) al di sopra di una determinata soglia. I fondi verranno quindi restituiti a settembre del 2018 o anticipatamente a settembre 2016 qualora la crescita dei prestiti richiesta sia disattesa.

dell'Area Euro, cosiddetto *quantitative easing*²⁰, fino a settembre 2016 o comunque finché l'inflazione non si stabilizzerà sull'obiettivo di medio periodo (2%).

Gli effetti del programma attuato dalla BCE sono stati immediati tanto che da novembre 2014, mese in cui la BCE annunciò i preparativi per l'attuazione del *quantitative easing*, a gennaio 2015, quando la sua attuazione fu ufficializzata, i rendimenti sui titoli di Stato si sono ridotti dello 0'9% e il cambio nominale effettivo dell'euro si e' deprezzato di quasi un 7%, l'effetto quindi e' stato quello di stabilizzare i mercati, consolidare le aspettative positive di investitori riducendo il sentimento del rischio di insolvenza dei debiti sovrani più deboli.

20 Il programma prevede quindi l'acquisto da parte di BCE E BCN sia di titoli pubblici che privati fino a 60 miliardi di euro mensili sul mercato secondario. Oltre agli ABS e alle obbligazioni bancari garantite verranno acquistati anche titoli pubblici emessi dai paesi membri dell'Area Euro, da agenzie pubbliche e da alcune istituzioni europee.

1.2 Le piccole e medie imprese nel sistema italiano e l'accesso al credito

1.2.1. Definizione e struttura finanziaria delle PMI italiane

L'analisi dell'impatto che ha avuto il mutato scenario economico globale sulle PMI del nostro paese è imprescindibile dalla comprensione delle caratteristiche della natura delle aziende italiane, sia in termini di struttura che di scelte finanziere e quindi di rapporti banca impresa.

L'Italia vanta il maggior numero di microimprese e di PMI tra i paesi dell'Unione Europea con un totale di 5,3 milioni di imprese attive al 31 dicembre 2013²¹.

La maggior parte di queste hanno carattere di aziende famigliari e di dimensione microscopica: a fronte di 3,3 milioni di imprese individuali e 900 mila società di persone solo poco più di un milione sono società di capitali caratterizzate di propria autonomia patrimoniale rispetto ai soci.

Le PMI rappresentano quindi l'impalcatura del sistema economico e produttivo del nostro paese²², la cui importanza e' dimostrata dal fatto che nel settore dell'industria le PMI forniscono i due terzi del valore aggiunto dell'intero settore e quasi l'80% degli occupati.

Le piccole medie imprese sono state oggetto di definizione e classificazione a seguito delle raccomandazioni della Commissione Europea²³ sulla base del fatturato e del numero di dipendenti, si definiscono quindi PMI le imprese che occupano meno di 250 dipendenti e un fatturato annuo che non supera i 50 milioni di euro, oppure un totale di bilancio inferiori a 43 milioni di euro.

All'interno di tale macro categoria si possono individuare:

21 Commissione Europea, Annual Report on European SME s 2013/2014

22 La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Carlo Arlotta et al, Franco Angeli, Milano, 2014

23 Commissione Europea, Raccomandazione per la definizione delle microimprese, piccole e medie imprese del 6 maggio 2003, n. 2003/361/CE

- 1) le microimprese, il cui organico e' inferiore ai 10 dipendenti e presentano un fatturato o un attivo di bilancio non superiore ai 10 milioni di euro;
- 2) le piccole imprese, il cui organico e' inferiore ai 50 dipendenti e presentano un fatturato o un attivo di bilancio non superiore ai 10 milioni di euro;
- 3) le medie imprese, il cui organico e' inferiore ai 250 dipendenti e presentano un fatturato annuo che non supera i 50 milioni di euro oppure un totale di bilancio inferiori a 43 milioni di euro.

Al di là della componente dimensionale che classifica le PMI, non esiste un modello predefinito che le caratterizzi in quanto variano per modello di business, complessità organizzativa, grado di innovazione e struttura proprietaria presentando un mercato molto eterogeneo. E' possibile comunque identificare alcune caratteristiche²⁴ che caratterizzano le imprese di piccole e medie dimensioni italiane rispetto a quelle più grandi, fattori che ne rappresentano anche però la debolezza e che spesso ne limitano la crescita e la capacità competitiva soprattutto in un periodo nel quale dovrebbe ripartire la ripresa dopo la crisi.

Le aziende tradizionalmente reperiscono risorse finanziarie necessarie per lo svolgimento della loro attività attraverso le fonti interne (cosiddetto autofinanziamento, ad esempio gli utili non distribuiti) o attraverso quelle esterne, quest'ultime rappresentate dal capitale di rischio (cosiddetto *equity*, esempio le azioni quotate) e dal capitale di debito (debito bancario od obbligazionario).

Le piccole e medie imprese italiane si caratterizzano per un basso livello di capitalizzazione a favore di un forte ricorso ai finanziamenti esterni, in particolar modo esse ricorrono al debito bancario tanto che spesso si può parlare di sistema bancocentrico proprio per la stretta relazione e dipendenza dal sistema bancario stesso.

Mentre le imprese più grandi possono contare su una pluralità di strumenti di finanziamento le piccole e medie imprese tendono ad utilizzare il debito fornito

24 Brindelli G., Modina M., Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria, Franco Angeli, Milano 2008.

dalle banche commerciali, debito che spesso si presenta nelle tradizionali forme tecniche di breve termine (scoperti di conto corrente, anticipo fatture, crediti auto liquidanti) che poi di fatto, con il rinnovo periodico delle linee di credito concesse, viene convertito in una fonte di medio lungo periodo.

Il ricorso al debito bancario così preponderante trova una sua spiegazione nella bassa trasparenza informativa delle aziende in esame e nell'opacità informativa che le caratterizza, dovuta sia a fattori culturali che ad una struttura di governo spesso a conduzione familiare e poco manageriale. Le asimmetrie informative che ne derivano fanno sì che i finanziatori, avendo più difficoltà a comprendere l'effettiva bontà del potenziale prenditore di fondi di piccole dimensioni, siano più propensi ad investire in aziende più grandi e quindi più trasparenti.

L'accesso quindi al mercato dei capitali, sia per la raccolta di debito (obbligazioni) sia di capitale (azioni) sia verso nuovi strumento di finanziamento (es. *private equity*) è fortemente limitato alle PMI che quindi vedono il canale bancario come interlocutore principale per il finanziamento degli investimenti e del circolante.

La letteratura finanziaria ha trovato una possibile spiegazione a questo fenomeno nella relazione di lungo periodo che si instaura tra banca e impresa (*relationship banking*) e che permette agli istituti di credito di ottenere una serie di informazioni private e qualitative (*soft information*) che vanno in parte a sopperire la mancanza di informazioni quantitative (*hard information*).

La forte relazione tra banca e impresa trova un' ulteriore manifestazione nel fenomeno del multiaffidamento, le imprese cioè tendono a frazionare l'operatività bancaria presso più istituti, vuoi per non dipendere da una banca sola visto il senso di diffidenza verso le stesse, vuoi per poter ricevere da più datori di fondi una maggiore quantità di prestiti e a condizioni migliori o per poter fruire di servizi particolari che non tutti gli istituti bancari possono fornire (è il caso per esempio di quelle società particolarmente attive all'estero che abbisognano di Istituti che siano in grado di accompagnarne l'operatività anche nei mercati internazionali).

Secondo la letteratura l'accesso al credito e la struttura del capitale delle aziende sono fortemente correlate con la struttura di governo e proprietaria dell'impresa, le PMI infatti dimostrano comportamenti finanziari diversi dalle imprese più

grandi²⁵. Il capitalismo italiano è caratterizzato da un'ampia concentrazione della proprietà²⁶ a carattere fortemente familiare e con scarsa separazione tra proprietà e controllo, spesso infatti la famiglia proprietaria è la stessa che gestisce l'azienda. Il legame è talmente stretto che nella prassi bancaria la famiglia o l'imprenditore agevola la concessione del credito attraverso il rilascio di garanzie personali e reali.

Inoltre spesso l'imprenditore²⁷ nutre una vera e propria diffidenza nei confronti di operazioni, quali l'emissione azionaria, che vengono percepite come un annacquamento del potere di controllo sull'impresa, o come scelte che impongono obblighi troppo severi di trasparenza.

Se da una parte la conduzione familiare può avere dei vantaggi quali l'attaccamento all'azienda stessa soprattutto nei momenti di difficoltà dall'altra parte ne rappresenta un limite alla crescita nel momento in cui tale chiusura ne preclude il ricorso al mercato del capitale e quindi ne riduce la capacità di investimento nell'attività di ricerca e sviluppo erodendone la competitività in un mercato caratterizzato dalla globalizzazione e dall'innovazione tecnologica²⁸.

Il ricorso al mercato dei capitali, la quotazione in borsa, implicano costi di trasparenza elevati e permanenti, inoltre il sistema tributario italiano ha storicamente agevolato il ricorso al debito rispetto al capitale di rischio²⁹.

I dati diffusi da Banca d'Italia confermano la peculiarità del sistema finanziario italiano rispetto ad altri paesi avanzati, infatti rispetto a tutti i principali paesi

25 Stiglitz J.E., Weiss A., *Credit Rationing in Markets with Incomplete Information*, in *The American Economic Review*, Gennaio 1981.

26 Pasetto A., *Corporate governance, gestione dell'impresa e forme di aggregazione*, in *Decima indagine sulle imprese manifatturiere italiane*, Unicredit, 2008.

27 Costa S., Costagli S., *I rapporti banca-PMI in Italia: considerazioni a margine del dibattito*, Atti della XVI Conferenza Siep, Pavia, Ottobre 2004.

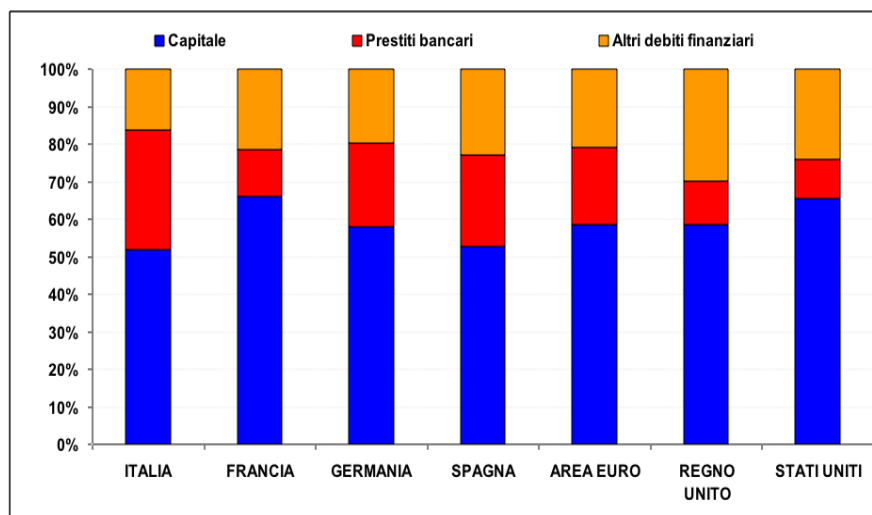
28 Arlotta C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, Franco Angeli, Milano, 2014.

29 Rossi S., *Finanza e crescita dopo la crisi*, Relazione conclusiva del Cib, Milano, nov. 2014, www.bancaditalia.it.

europei le imprese italiane si distinguono per un livello di capitalizzazione più basso ed un maggiore peso del debito bancario, come dimostrato in FIGURA 3.

FIGURA 3 – COMPOSIZIONE DELLE PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE³⁰

COMPOSIZIONE DELLE PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE
(valori percentuali)



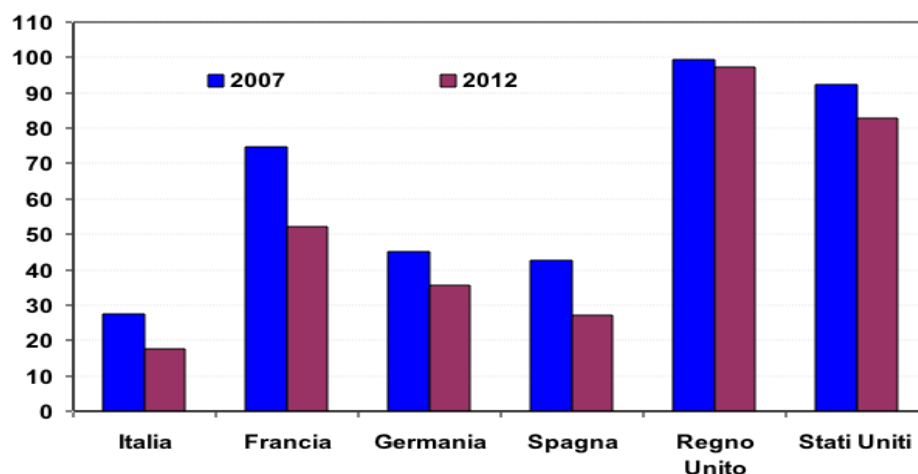
Fonte: Banca d'Italia per l'Italia; BCE per i paesi dell'area dell'euro; Banca d'Inghilterra per il Regno Unito; Federal Reserve System per gli Stati Uniti

Nel 2012 in Italia erano quotate 200 aziende non finanziarie, contro le 700 di Francia e Germania, il valore di mercato complessivo di queste società quotate era inferiore al 20 per cento del nostro PIL mentre in Germania la percentuale sale al 40 ed in Francia al 50 (FIGURA 4). La diffidenza verso i circuiti del mercato di capitale è talmente alta che tra il 2007 e il 2012 solo 29 gruppi industriali italiani hanno emesso titoli sul mercato.

³⁰ Rossi S., *Finanza e crescita dopo la crisi*, Relazione conclusiva del Cib, Milano, nov. 2014, www.bancaditalia.it.

FIGURA 4 – CAPITALIZZAZIONE DI BORSA DELLE IMPRESE IN RAPPORTO AL PIL³¹

CAPITALIZZAZIONE DI BORSA DELLE IMPRESE IN RAPPORTO AL PIL
(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Datastream

Il modello di finanziamento delle imprese italiane fin qui descritto, caratterizzato da un forte peso dei prestiti sul passivo, un elevato *leverage*, una forte dipendenza dal debito bancario (spesso frazionato tra più banche), lo sbilanciamento del debito a breve termine, risulta strutturalmente debole e fortemente pro-ciclico³². Tende cioè ad ampliare l'offerta nelle fasi cicliche positive e a razionarla nelle fasi negative, attraverso l'aumento del costo del debito in funzione del rischio e la riduzione dell'offerta come vedremo nel dettaglio.

31. Rossi S., *Finanza e crescita dopo la crisi*, Relazione conclusiva del Cib, Milano, nov. 2014.

32. G. Forestieri, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Bancaria*, Roma, Giugno 2014.

1.2.2. *La fragilità finanziaria delle imprese e l'impatto della crisi*

La crisi finanziaria prima e la crisi dei debiti sovrani poi hanno determinato in un breve arco temporale ingenti danni economici con ricadute sociali nel nostro paese: diminuzione del Pil, della produzione industriale ed aumento della disoccupazione. Gli effetti sono stati accentuati dalle debolezze strutturali del nostro paese, prime tra tutte l'alto debito pubblico e i ritardi con cui il sistema produttivo e l'assetto istituzionale hanno risposto al progresso tecnologico, alla globalizzazione dei mercati e all'avvio dell'euro³³.

Le imprese italiane si sono trovate ad affrontare la crisi in condizioni finanziarie già deboli in partenza, crisi che ha fatto emergere ancora di più le loro fragilità.

La vulnerabilità finanziaria delle imprese italiane si era già accentuata negli anni precedenti la crisi: il calo della competitività e la scarsa adattabilità ai cambiamenti imposti dalla globalizzazione avevano già portato ad una riduzione della redditività operativa. La spesa per investimenti rimaneva però elevata grazie ad un forte ricorso al debito bancario, cosa resa possibile da particolari condizioni favorevoli di mercato³⁴. Nel 2000, dopo l'avvio dell'Unione monetaria e l'adozione dell'euro, i tassi attivi bancari erano diminuiti e la disponibilità di finanziamenti all'ingrosso a basso costo consentiva alle banche di slegare l'andamento del credito da quello della raccolta al dettaglio. Basti pensare che tra il 2000 e il 2008 il credito bancario alle imprese è cresciuto ad un ritmo medio dell'8 per cento annuo raggiungendo un picco del 12 per cento nel solo 2007.

Secondo l'indagine Invid condotta da banca d'Italia la percentuale di imprese "razionate" (cioè quelle aziende che chiedono finanziamenti ma non li ottengono) era scesa sotto il 3 per cento in media tra il 2006 e il 2008.

L'indebitamento si è sviluppato senza però la dotazione patrimoniale delle aziende si adeguasse: ad una crescita dell'indebitamento non è corrisposto un

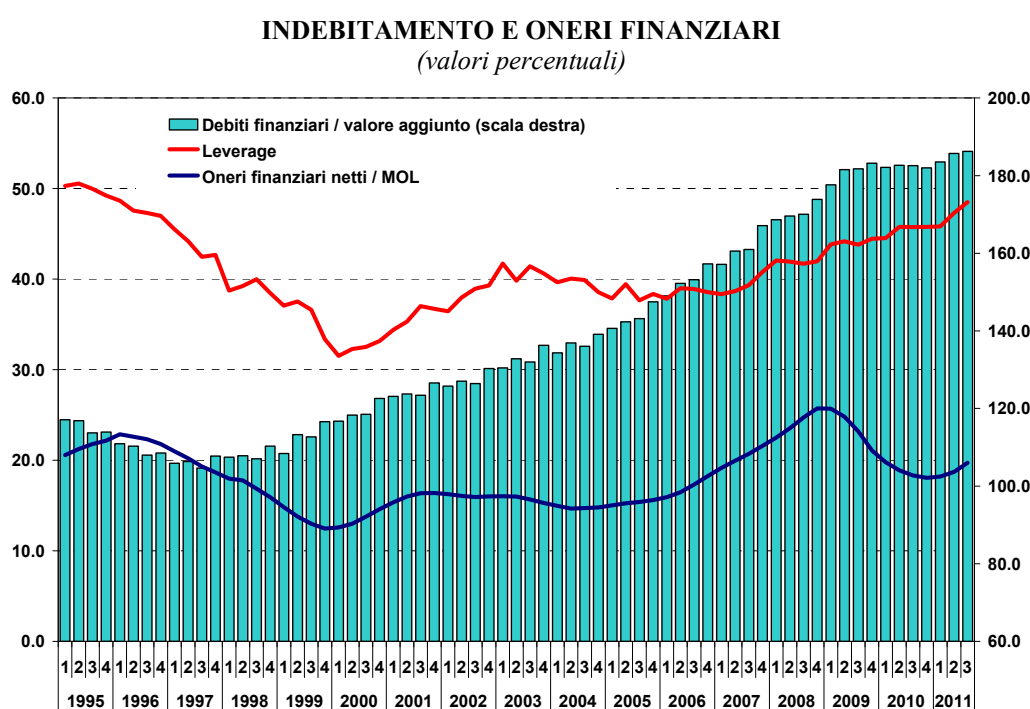
33 Panetta F., *Un sistema finanziario per la crescita*, intervento in The Adam Smith Society, Milano, 27 Gennaio 2014.

34 Rossi S., *Finanza e crescita dopo la crisi*, Relazione conclusiva del Cib, Milano, nov. 2014.

rafforzamento della capacità delle aziende di sostenerne gli oneri, il grado di copertura degli investimenti con fonti interne si dimezzava raggiungendo nel 2008 il minimo storico del 36 per cento.

Il facile accesso al credito si è inevitabilmente riflesso nei bilanci aziendali, appesantiti da elevati debiti bancari e da oneri finanziari che ne erodevano il margine operativo come visibile in FIGURA 5 su base storica.

FIGURA 5- INDEBITAMENTO E ONERI FINANZIARI ³⁵



Fonte: Banca d'Italia e Istat.

Queste fragilità hanno creato una forte tensione finanziaria nelle imprese sin dalle prime fasi della crisi: la stagnazione della domanda infatti ha avuto un impatto fortemente negativo sul giro d'affari delle imprese e sulla loro redditività

³⁵ Albaredo G. e Russo P.F, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Questioni di Economia e Finanza, n. 217, Banca D'Italia, Roma, Luglio 2012.

generando una forte e persistente contrazione dei flussi di reddito. Basti pensare che nel 2009 le circa 500.000 società di capitali presenti nell'archivio Cerved hanno mostrato un calo delle vendite in media dell' 11,6 per cento, calo che non è stata recuperato del tutto nel periodo successivo³⁶.

Secondo il rapporto Cerved sulle PMI del 2014³⁷, dal 2007 al 2013 le PMI italiane hanno subito una riduzione media di fatturato di 5,6 punti percentuali colpendo in particolar modo il settore delle costruzioni con un calo del 23,9 per cento e quello manifatturiero con un calo del' 8,2 per cento, mentre le grandi imprese hanno aumentato i loro fatturati per 1,7 punti percentuali.

A fronte di una riduzione del valore aggiunto e della produttività anche il margine operativo lordo delle imprese italiane ha subito un calo consistente dal 2007 al 2013 (FIGURA 6), le PMI sono state quelle maggiormente penalizzate con una diminuzione del margine del 37,5 per cento rispetto ad una diminuzione del 22,9 per cento delle grandi imprese.

La redditività operativa delle imprese, misurata dall'indice ROA³⁸, ha subito una forte contrazione, ancora una volta colpendo maggiormente le PMI (meno 2,2 per cento) rispetto alle grandi imprese (meno 1,8 per cento).

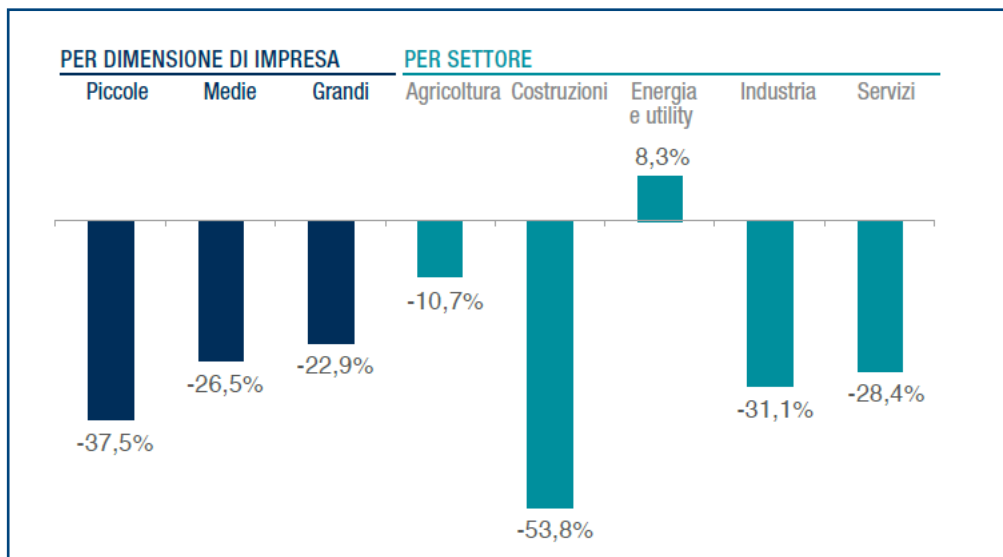
Ad aggravare ulteriormente la situazione si è aggiunto il fenomeno di allungamento dei tempi di pagamento tra le imprese, non imputabile ad un aumento delle dilazioni concesse tra le parti, quanto piuttosto ai ritardi con i quali i debitori adempivano ai propri impegni innescando un circolo vizioso. La difficoltà di incasso dei propri crediti da parte di molte imprese le ha portate a ritardare a loro volta i pagamenti dei fornitori generando uno shock che ha finito per rappresentare uno dei principali canali di trasmissione delle tensioni di liquidità all'interno del sistema produttivo³⁸.

36 Albaredo G. e Russo P.F, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Questioni di Economia e Finanza, n. 217, Banca D'Italia, Roma, Luglio 2012.

37 Cerved Group, *Rapporto Cerved PMI*, 2014.

38 ROA, return on assets, pari al rapporto tra margine operativo netto e totale dell'attivo di bilancio.

FIGURA 6 - VARIAZIONE DEL MOL DELLE IMPRESE ITALIANE TRA IL 2007 E IL 2013
(valori percentuali)



Fonte: Cerved group, *Rapporto Cerved PMI*, 2014

In molti casi tali crediti si sono trasformati in vere e proprie perdite nel momento in cui l'impresa debitrice ha chiuso.

Il peggioramento degli indicatori di redditività e il progressivo aumento della leva finanziaria hanno generato un maggior peso degli oneri finanziari sul margine operativo lordo e la diminuzione di imprese con utile di esercizio positivo. Una tale situazione ha incrementato, a partire dal 2008, il tasso di uscita delle imprese dal mercato. Tra il 2008 e il primo semestre 2014, 13 mila PMI sono fallite, più di 5 mila hanno avviato una procedura concorsuale non fallimentare e 23 mila sono state oggetto di liquidazione volontaria³⁹.

Oltre la riduzione dei margini causata dalla contrazione dei fatturati e le perdite derivanti dai mancati incassi, le imprese italiane si sono trovate davanti al

³⁹ Cerved group, *Rapporto Cerved PMI*, 2014

problema di reperire maggiori risorse finanziarie, non tanto per finanziare gli investimenti a medio lungo termine, quanto piuttosto per esigenze di capitale circolante o addirittura di ristrutturazione del debito.

1.2.3. Il credito alle imprese durante la crisi

La crisi finanziaria internazionale, la recessione dell'economia e l'inasprimento delle tensioni sui debiti sovrani si sono ripercosse negativamente anche sul sistema bancario italiano, determinando forti tensioni nella posizione patrimoniale e finanziaria degli intermediari stessi.

Le banche italiane hanno retto bene l'urto della prima crisi, di natura finanziaria, trattandosi di un sistema fondamentalmente sano,⁴⁰ il protrarsi però della congiuntura negativa ha determinato un peggioramento delle condizioni di raccolta all'ingrosso (*funding*) che, unita ad un peggioramento della qualità del credito alle imprese già fortemente colpite, ha innescato un peggioramento delle condizioni creditizie portando ad un stretta creditizia, il cosiddetto *credit crunch*⁴¹. L'andamento dei prestiti alle imprese italiane (impieghi vivi cioè al netto delle sofferenze) ha quindi subito una profonda contrazione, subendo un primo picco negativo nel 2009 e successivamente nel settembre 2011.

In Italia il credito bancario aveva iniziato a decelerare già nella prima metà del 2007, dopo un'espansione lunga quasi un quinquennio.

La dinamica dei prestiti si è man mano affievolita fino a diventare negativa nel 2009: in poco più di un anno, dal 31/12/2008 al 31/03/2010 gli impieghi vivi sono

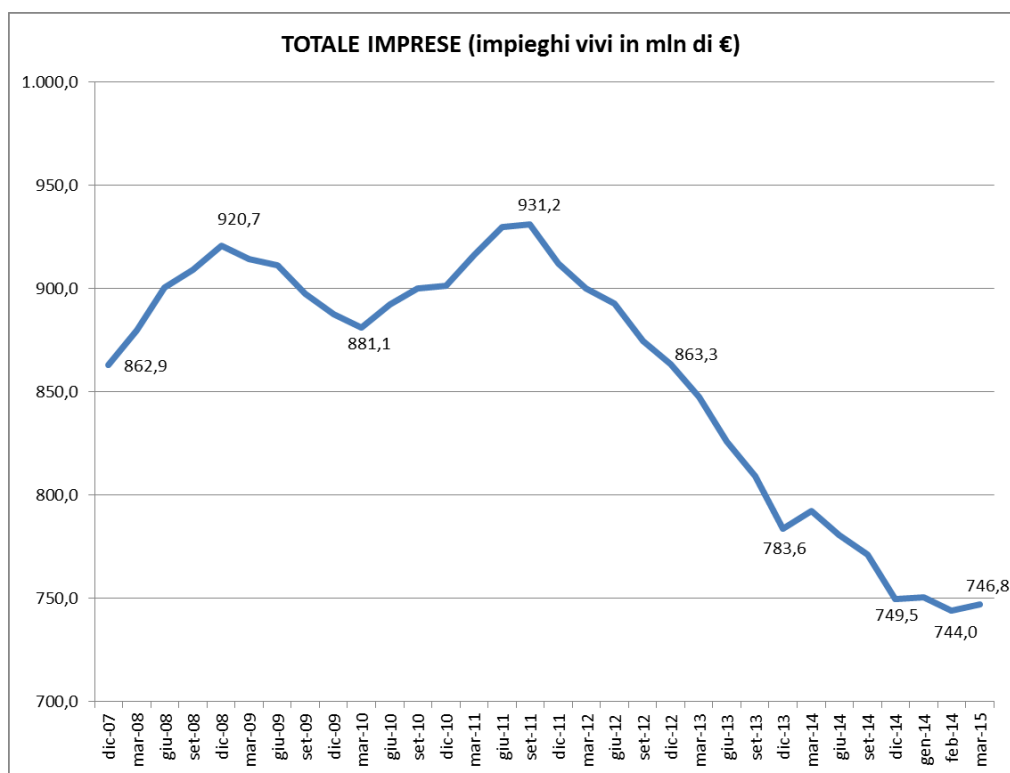
40 Mieli S., *Fare credito in tempo di crisi*, Intervento al convegno Associazione Bancaria Italiana "Accesso al credito e garanzie per le imprese: garantire lo sviluppo, crescere nella stabilità, Roma, 15 dicembre 2009

41 In letteratura non vi è una definizione univoca di *credit crunch*, secondo Bernake e Lown esso rappresenterebbe "una significativa traslazione verso sinistra della curva di offerta di credito bancario, a parità di tasso di interesse reale e di merito di credito dei potenziali debitori. Fonte Bernake B.S. e Lown C.S., *The credit crunch*, Brooking Papers on Economic Activity, 1991.

scesi da 920,7 miliardi di euro a 881,1 miliardi, per una contrazione del 4,3 %. A questa prima fase e' seguito un periodo di crescita degli impieghi vivi fino a raggiungere la quota di 931, 2 miliardi a fine settembre 2011, contestualmente ad una fase di leggera ripresa economica.

Le tensioni sui mercati internazionali createsi con l'esplosione dei debiti sovrani hanno portato con se una nuova ondata di razionamento del credito, caratterizzata da un vero e proprio crollo degli impieghi che hanno raggiunto i 744 miliardi a febbraio 2014 (FIGURA 7).

FIGURA 7
SERIE STORICA DEGLI IMPIEGHI VIVI ALLE IMPRESE IN ITALIA⁴²



Fonte: elaborazione Fondazione Impresa su dati Banca d'Italia

42 Fondazione Impresa, *I primi effetti delle isure sul credito: dopo TLTRO e QE una prima inversione di tendenza*, 8 giugno 2015, www.fondazioneimpresa.it

In tre anni e mezzo (da settembre 2011 a marzo 2015) gli impieghi vivi sono scesi di 184,4 miliardi di euro, da 931,2 a 746,8 miliardi, una contrazione pari al 19,8% (FIGURA 8).

FIGURA 8 - IL CREDIT CRUNCH PER LE IMPRESE (valori in milioni di euro e in %)⁴³

	30/09/2011 (mln €)	31/03/2015 (mln €)	Var. ass. ultimi 3 anni e mezzo (mar 2015-set 2011)	Var. % ultimi 3 anni e mezzo (mar 2015/set 2011)
Imprese con più di 20 addetti	757.509	604.972	-152.537	-20,1
Piccole imprese (< 20 addetti)	173.716	141.864	-31.851	-18,3
Totale imprese	931.224	746.836	-184.388	-19,8

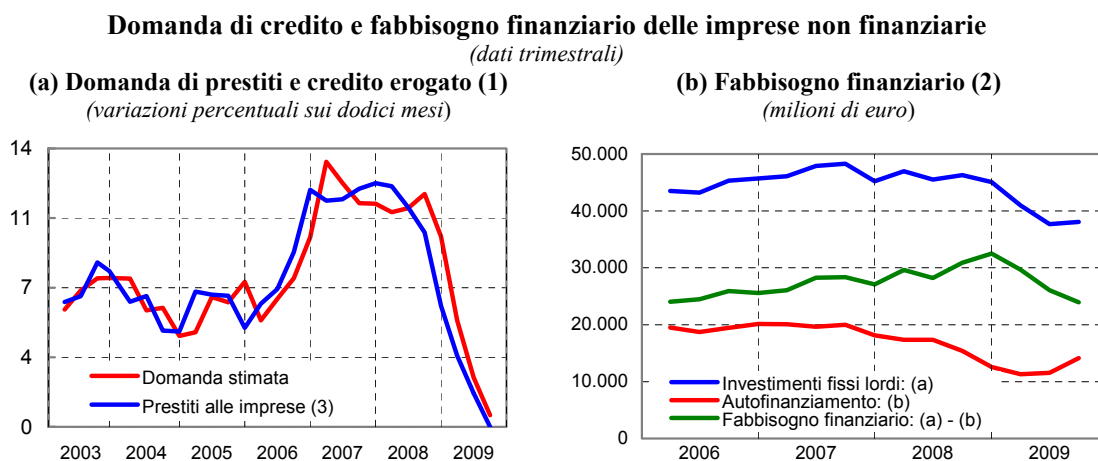
Fonte: elaborazione Fondazione Impresa su dati Banca d'Italia

Varie sono le motivazioni che hanno portato ad una stretta creditizia così pressante, tra queste si può individuare un indebolimento della domanda di credito da parte delle imprese stesse⁴⁴ connessa con la recessione, a fronte di una caduta della produttività e dall'ampliamento del costo opportunità del credito bancario (FIGURA 9/A). Il fabbisogno finanziario delle imprese ha continuato ad aumentare fino all'inizio del 2009 per poi calare, come conseguenza della contrazione degli investimenti che ha ampiamente compensato la riduzione dell'autofinanziamento (FIGURA 9/B).

43 Fondazione Impresa, *I primi effetti delle isure sul credito: dopo TLTRO e QE una prima inversione di tendenza*, 8 giugno 2015, www.fondazioneimpresa.it

44 Panetta F. e Signoretti F.M., *Domanda e offerta di credito in Itali durante la crisi finanziaria*, *Questioni di economia e finanza*, N. 63, Banca D'Italia, Aprile 2014.

FIGURA 9 (A/B)-DOMANDA DI CREDITO E FABBISOGNO FINANZIARIO DELLE IMPRESE
NON FINANZIARIE⁴⁵



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Istat.

(1) La domanda di credito è stimata con il modello basato su Casolaro *et al.* (2006); cfr. nota 5 nel testo. – (2) Gli investimenti fissi lordi includono le scorte; l'autofinanziamento è calcolato sottraendo al valore aggiunto il costo del lavoro, gli oneri finanziari netti e altri oneri e proventi netti. – (3) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci minori che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema.

A fronte di un indebolimento della domanda si è assistito anche ad una tensione dal lato dell'offerta creditizia da parte delle banche, che ha assunto toni restrittivi. Le banche infatti hanno messo in atto criteri di erogazione del credito più stringenti diminuendo le erogazioni a quelle imprese considerate più rischiose e aumentando altre forme di investimento, come l'acquisto dei titoli di Stato, considerate meno rischiose e più redditizie. Si è assistito ad un *deleveraging* delle banche alimentato contemporaneamente da riduzione della domanda e restrizione dell'offerta di credito.

Nel frattempo sono peggiorati anche i costi di provvista da parte delle banche, provvista all'ingrosso che è scesa drammaticamente nel triennio 2011/2013 risentendo della brusca caduta di fiducia nei confronti dell'Italia per la riconsiderazione del nostro debito sovrano da parte dei mercati globali.

45 Panetta F. e Signoretti F.M., *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, Questioni di economia e finanza, N. 63, Banca D'Italia, Aprile 2014.

Le banche hanno fatto fronte all'inaridirsi della raccolta aumentando quella al dettaglio all'interno e soprattutto ricorrendo alle forme di rifinanziamento a lungo termine messe a disposizione dalla BCE.

Dopo il superamento delle tensioni sulla raccolta i vincoli all'offerta di credito oggi le banche risentono soprattutto il peggioramento del merito di credito delle società non finanziarie a causa del perdurare della recessione: gli impieghi caratterizzati da anomalie di rimborso (i cosiddetti "crediti deteriorati") sono drasticamente aumentati da poco più di 100 miliardi nel 2008 a 350 miliardi nel 2014. Ne è derivato un drastico calo degli utili delle banche, anche in virtù dei maggiori accantonamenti richiesti.

In questi anni le banche hanno inoltre dovuto rafforzare il patrimonio, sia per la regolamentazione prevista dalla Vigilanza, sia perché lo richiedeva il mercato stesso la cui fiducia verso le banche andava via via affievolendosi attraverso gli aumenti di capitale, reperiti tra gli azionisti.

Dalla relazione annuale di Banca d'Italia relativa all'anno 2015⁴⁶, pubblicata a maggio 2016, emergono però segni di miglioramento nel mercato del credito.

Dopo tre anni di contrazione del credito, nel 2015 la riduzione dei prestiti erogati dalle banche si è fermata oltre che sostanzialmente stabilizzata: nel 2015 i prestiti alle imprese sono diminuiti dello 0,7 %, meno che nel 2014 (-1,9%), tendenza confermata anche per il primo trimestre 2016 che vede un meno 0,5 % (FIGURA 10).

⁴⁶ Banca d'Italia, *Relazione annuale*, anno 2015, Roma, 31 maggio 2016.

FIGURA 10 – CREDITO ALLE IMPRESE⁴⁷

Credito alle imprese (1) (dati di fine periodo; valori percentuali)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale
	2013	2014	2015	marzo 2016	marzo 2016
Banche					
Attività economica					
Manifattura	-6,1	0,0	1,6	1,4	22,0
Costruzioni	-4,5	-3,0	-3,1	-3,2	15,0
Servizi	-6,8	-2,1	0,3	0,3	33,6
Attività immobiliari	-3,2	-3,1	-1,8	-1,8	11,6
Altro	-4,7	-2,1	-4,1	-2,1	9,3
Dimensione					
Imprese piccole (2)	-4,0	-2,3	-2,5	-2,5	17,2
Imprese medio-grandi	-5,3	-1,8	-0,3	-0,1	74,3
Totale	-5,1	-1,9	-0,7	-0,5	91,5
Società finanziarie					
Leasing	-4,2	-2,8	-3,8	-3,5	6,0
Factoring	-6,2	-4,1	4,0	3,7	1,8
Altri finanziamenti	4,4	-0,4	-8,9	-10,5	0,7
Totale	-4,2	-3,1	-2,7	-2,7	8,5
Banche e società finanziarie					
Totale	-5,0	-2,2	-0,9	-0,7	100,0

Fonte: segnalazioni di vigilanza.
 (1) I dati si riferiscono ai settori delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. I dati delle società finanziarie si riferiscono agli intermediari ex art. 107 del TUB. I dati del marzo 2016 sono provvisori. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

Fonte: Banca d'Italia

Secondo le banche italiane intervistate a marzo 2016 nell'ambito dell'indagine trimestrale sul credito bancario condotta nell'area euro (BLS, *Bank Lending Survey*)⁴⁸ i criteri di offerta dei prestiti alle imprese e dei mutui alle famiglie per l'acquisto delle abitazioni hanno registrato un allentamento anche nel primo trimestre 2016, proseguendo il trend del 2015.

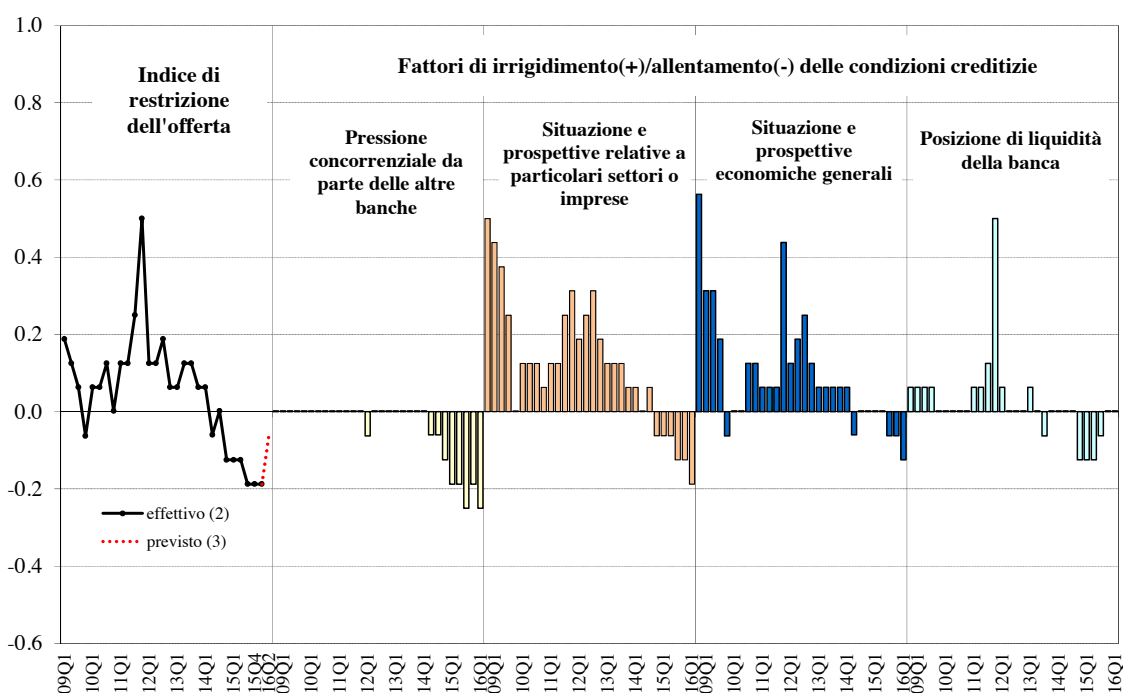
Gli intermediari hanno segnalato un'ulteriore riduzione dei margini di interesse applicati ai finanziamenti, in particolare a quelli meno rischiosi, e un lieve incremento delle quantità concesse, grazie anche alle politiche espansive

⁴⁷ Banca d'Italia, *Relazione annuale*, anno 2015, Roma, 31 maggio 2016.

⁴⁸ Banca d'Italia, *Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro: principali risultati per le banche italiane*, Roma, 19 aprile 2016.

dell'Eurosistema. Le più favorevoli condizioni applicate ai prestiti hanno continuato a riflettere la maggior pressione concorrenziale tra le banche e la migliore posizione di liquidità degli intermediari (FIGURA 11).

FIGURA 11 – CONDIZIONI DELL'OFFERTA DI CREDITO E PRINCIPALI DETERMINATI
IMPRESE ⁴⁹



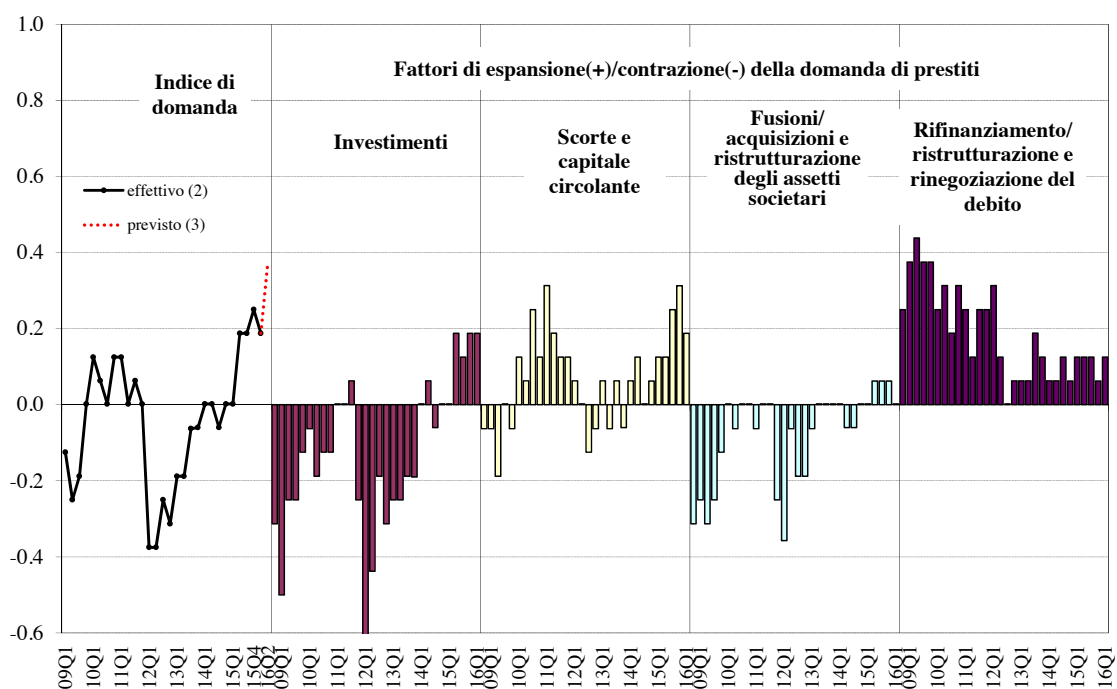
Note: (1) Valori positivi indicano un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. - (2) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. - (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente.

Fonte: Banca d'Italia

Le banche intervistate hanno segnalato inoltre un aumento della domanda di prestiti da parte delle imprese a cui avrebbero contribuito la ripresa degli investimenti fissi, il maggior fabbisogno per scorte e circolante e lo stimolo derivante dai bassi tassi di interesse (FIGURA 12).

⁴⁹ Banca d'Italia, *Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro: principali risultati per le banche italiane*, Roma, 19 aprile 2016.

FIGURA 12 – ANDAMENTO DELLA DOMANDA DI CREDITO E PRINCIPALI DETERMINANTI
IMPRESE ⁵⁰



Note: (1) Valori positivi indicano un aumento della domanda rispetto al trimestre precedente. Indici di diffusione costruiti sulla base del seguente schema di ponderazione: 1=notevole espansione, 0,5=moderata espansione, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderata contrazione, -1=notevole contrazione. Il campo di variazione dell'indice è compreso tra -1 e 1. - (2) Riferito al trimestre terminante al momento dell'indagine. - (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente.

Fonte: Banca d'Italia

Nonostante tutto le imprese risentono comunque di un atteggiamento ancora prudente nella selezione della clientela da parte delle banche, anche alla luce dei grandi sforzi fatti dalla BCE per iniettare liquidità al sistema a sostegno del credito. Da una recente lettura dei bilanci della BCE emerge che le banche dell'Eurozona hanno parcheggiato presso la BCE l'80 per cento della liquidità immessa dal sistema attraverso il programma del *Quantitative Easing* (vedi paragrafo 1.1.4.): gran parte quindi della liquidità non è stata ancora utilizzata.

50 Banca d'Italia, *Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro: principali risultati per le banche italiane*, Roma, 19 aprile 2016.

51 Lops V., *La liquidità esce dalla porta ma rientra dalla finestra: l'80% dei soldi del "Qe" è parcheggiato a Francoforte*, Corriere della sera, 23 novembre 2015.

1.3 Basilea e l'impatto nei rapporti banca impresa

La grave situazione di crisi che da anni sta investendo il nostro sistema industriale ha varie cause che, come abbiamo visto, affondano nelle debolezze strutturali della nostra economia. La difficoltà di accesso al credito da parte delle imprese e' ormai un dato di fatto e rappresenta una priorità nel panorama della politica economica.

Nell'analisi di tale fenomeno bisogna però tenere presente che questa situazione di crisi si innesta infatti in un momento di grande cambiamento del sistema bancario che e' iniziato con le prime proposte di ridefinizione dei requisiti patrimoniali da parte del comitato di Basilea e che e' ad oggi ancora in evoluzione⁵².

E' infatti spesso oggetto di discussione l'impatto determinato da Basilea sulle modalità di finanziamento alle imprese, argomento sempre più vivo alla luce delle ulteriori recenti riforme.

1.3.1. Basilea 2

A Basilea, in Svizzera, fin dal 1930 si riunisce la Banca dei Regolamenti Internazionali (Bank for International Settlement, BIS), ovvero la più antica istituzione finanziaria al mondo. Attualmente essa rappresenta ben 55 banche centrali europee, nonché la BCE, ed il suo scopo e' quello di supportarle negli obiettivi di stabilizzazione monetaria e finanziaria globale imponendo ai suoi player delle corrette prassi in termini di capitalizzazione, di gestione del rischio e di liquidità, a tutela dell'economia reale e quindi di aziende e cittadini.

L'idea generale introdotta dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria può essere sintetizzata con due semplici proposizioni: la banca deve avere capitale proprio per coprire le perdite inattese e il capitale deve essere proporzionale ai rischi che la banca si assume⁵³.

52. Barontini R., *Innovazione e rischio di credito durante la crisi finanziaria*, in *Bancaria*, Roma, n.2/2015.

53. Cannata F. e Casellina S., *Basilea al bivio*, in *Bancaria*, Roma, n.7-8/2013.

Il primo accordo sul capitale utile ai fini della vigilanza risale al 1988, chiamato BASILEA 1⁵⁴, al quale è seguito nel 2004 il Nuovo Accordo sul capitale (BASILEA 2)⁵⁵, accordo articolato in tre pilastri, i cosiddetti *pillar*, e che ha introdotto parecchie novità, entrato in vigore operativamente nel 2007.

Il primo pilastro riguarda i requisiti patrimoniali minimi che le banche devono detenere a fronte dei vari rischi sostenuti, suddivisibili in rischi di credito, di mercato ed operativi⁵⁶ introducendo sofisticate regole per la stima del rischio di credito del *banking book*⁵⁷ basate sull'attribuzione di un rating alla clientela e un requisito patrimoniale esplicito a fronte dei rischi operativi.

Il secondo pilastro riguarda il processo di controllo prudenziale ed è improntato sull'importanza di un'attività di vigilanza che non si limiti al controllo del rispetto delle regole ma che approfondisca l'adeguatezza delle dotazioni patrimoniali e dei processi gestionali delle singole banche.

Il terzo pilastro riguarda la disciplina di mercato e prevede che le banche forniscano un'informativa al pubblico più dettagliata in particolare per quanto attiene all'allocazione del capitale e al monitoraggio sui rischi assunti.

54. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, Basel Committee on Banking Supervision, Luglio 1988 (www.bis.org)

55. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standard. A Revised Framework. Comprehensive Version*, Basel, Giugno 2004, (www.bis.org)

56. Per Basilea con rischio di credito si intende il rischio che una controparte non sia in grado di adempiere alle proprie obbligazioni, il rischio di mercato è definito come il rischio di perdite derivante da negoziazione di strumenti finanziari sui mercati (per variazione dei tassi di interesse, di cambio e prezzi delle attività) mentre il rischio operativo consiste nel rischio di perdite derivanti da errori o inadeguatezze di procedure, sistemi interni, risorse umane o da eventi esterni.

57. Basilea ha introdotto la distinzione tra il "portafoglio di investimenti" (*banking book*) che comprende tutte le attività che la banca non intende cedere sino alla scadenza (principalmente il portafoglio crediti della banca e alcune obbligazioni) e il "portafoglio titoli di negoziazione a fini di vigilanza" (*trading book*) che comprende gli strumenti finanziari detenute dalla banca con l'intenzione di speculare. Fonte: Maserà F., Mazzoni G., Basilea III, *Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi*, Franco Angeli, Milano, 2014.

Le novità più importanti di Basilea 2 riguardano principalmente il rischio di credito e quello operativo (quest'ultimo non previsto dalla precedente regolamentazione): sono stati però i requisiti patrimoniali introdotti a fronte del rischio di credito a suscitare maggior interesse e a produrre i maggiori effetti sul mercato a causa soprattutto della forte dipendenza delle imprese italiane, notoriamente medio-piccole, dal sistema bancario.

La normativa in esame prevede quindi che le banche mantengano un requisito patrimoniale minimo di vigilanza (P_{vig}) per fronteggiare tutti i rischi (di mercato, operativi e di credito):

$$P_{vig} \geq RPM$$

ove RPM non è altro che la sommatoria dei requisiti patrimoniali minimi previsti per fronteggiare i tre gruppi di rischi.

In particolare il requisito patrimoniale minimo riferito al rischio di credito dipende dalla qualità dei prestiti concessi e deve essere pari all'8% delle esposizioni ponderate per il rischio di credito:

$$R_{Pminrc} = A_{prc} \times 8\%$$

e cioè pari all'8% delle attività ponderate (A_p) per il proprio rischio di credito (rc). Basilea 2 consente quindi di misurare la ponderazione da applicare alle varie esposizioni attraverso due metodi:

- il metodo standard (The Standardised Approach), che richiede l'ausilio di valutazioni esterne rilasciate da società specializzate;
- il metodo dei rating interni (The Internal Rating-Based Approach – IRB approach), subordinato all'esplicita approvazione dell'Autorità di Vigilanza nazionale e disponibile con due gradi di sofisticazione, IRB di base o IRB avanzato.

La metodologia standardizzata viene utilizzata dalle banche di minori dimensioni non dotate di modelli di rischio sufficientemente sofisticati nella valutazione del

rischio di credito e fa affidamento ai cosiddetti rating esterni, rilasciati da società specializzate ed autorizzate (agenzie di rating), che con tali giudizi esprimono la solvibilità di un determinato soggetto.

Il metodo IRB rappresenta invece uno step successivo e prevede che sia la banca stessa a rielaborare le informazioni a propria disposizione attraverso un sistema di rating, definito come “l’insieme strutturato e documentato delle metodologie, dei processi organizzativi e di controllo, delle modalità di organizzazione delle basi dati che permette la raccolta delle informazioni rilevanti e la loro elaborazione per la formulazione di valutazioni sintetiche: a) del merito di credito di un soggetto affidato e b) della rischiosità delle singole operazioni creditizie”⁵⁸. Attraverso quest’ultimo sistema di rating la banca attribuisce al debitore un grado interno di merito creditizio (rating), cioè ordina le controparti in relazione alla loro rischiosità e quindi perviene a una stima delle componenti di rischio. Il rating rappresenta quindi “la valutazione, riferita a un dato orizzonte temporale, effettuata sulla base di tutte le informazioni ragionevolmente accessibili – di natura sia quantitativa sia qualitativa – ed espressa mediante una classificazione su scala ordinale, della capacità di un soggetto affidato o da affidare di onorare le obbligazioni contrattuali”.⁵⁹ In questo modo la banca riesce a costruire una ponderazione “su misura” per cogliere l’effettivo profilo di rischio del prestatore di fondi⁶⁰.

Le variabili chiave che vengono utilizzate per la valutazione dei fattori di rischio delle controparti sono:

- PD (Probability of default): probabilità che il prestatore si trovi in una situazione di insolvenza nell’arco temporale di un anno;

58. Banca d’Italia, *Metodo dei rating interni per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito. Recepimento della nuova regolamentazione prudenziale internazionale*, Roma, Luglio 2006.

59. Ibidem

60. Biffis P., *Il settore bancario, EIF-e.Book*, Novembre 2011.

- LGD (Loss Given Default): percentuale di perdita sulla singola esposizione in caso di default;
- EAD (Exposure at Default): ammontare dell'esposizione al momento del default;
- M (Maturity): durata residua del prestito.

Sulla base di queste stime di valutazione avvengono gli accantonamenti da parte degli istituti: ad un peggioramento della classe di rating della controparte affidata corrisponde una maggiore probabilità di default la quale a sua volta aumenta le perdite attese ed inattese. E' chiaro quindi che maggiore e' il rischio per la banca maggiori saranno gli accantonamenti e maggiori saranno i costi da sopportare che a sua volta si rifletteranno sull'aumento dei *pricing* nei confronti della clientela.⁶¹

1.3.2. I sistemi interni di rating opportunità e criticità nei rapporti banca impresa.

La presenza di un tessuto imprenditoriale italiano formato principalmente da piccole e medie imprese, spesso in forma di società di persone ed in forma di contabilità semplificata- non valutabili quindi da parte di agenzie di rating- ha fatto sì che le nostre banche ricorressero all'utilizzo dei rating interni.

Gli elementi che concorrono alla formazione dei rating interni sono sia di tipo qualitativi (rischio industriale, ambiente operativo, posizionamento sul mercato, struttura manageriale, proprietaria e organizzativa) sia di tipo quantitativo (livello di redditività e *cash flow*, situazione patrimoniale, flessibilità finanziaria e grado di indebitamento). Accanto a questi fattori vengono considerati anche i dati andamentali, sia interni che esterni, ovvero il posizionamento e il comportamento tenuto dall'azienda con la banca e più in generale con il sistema (Centrale dei Rischi). Seppur di fondamentale importanza gli aspetti quantitativi possono presentare una limitazione, soprattutto nel mondo delle piccole medie imprese,

⁶¹ Toniolo G., Basilea 3: *Buffer di Capitale ed impatto sul Pricing alle imprese*, Settembre 2015, www.etrformazione.it

caratterizzate da una maggior opacità. E' il caso dei dati contabili: spesso molte realtà operano in regime di contabilità semplificata per le quali risulta difficile avere una fotografia realistica e completa dei dati eco patrimoniali. Inoltre per natura stessa, il bilancio offre una visione ritardata delle informazioni rispetto al ciclo economico dell'azienda.

Ecco quindi che il processo di formazione del rating non deve diventare un semplice automatismo per la determinazione del monte fidi da accordare e del relativo *pricing* da applicare ma deve essere visto come uno strumento di indagine della rischiosità aziendale. Occorre integrare i risultati delle indagine statistiche con le informazioni qualitative, ricavabili dal confronto continuativo tra l'impresa e il gestore della relazione creditizia. Ciò è di particolare importanza nei momenti di congiuntura avversa nei quali i modelli di *scoring* tendono a perdere la loro capacità predittiva. Le principali criticità del ricorso ai rating sembrano oggi riguardare l'insufficiente raccolta e il modesto contributo dei dati qualitativi, extra contabili e di conoscenza diretta del cliente stesso (approccio *judgment based*) al contrario indispensabili per arricchire la stima determinata in modo automatico dal modello⁶². Lo dimostrano le limitazioni imposte ai gestori delle relazioni nell'effettuazione dei processi di *overrides*, ovvero della possibilità da parte degli stessi di proporre una variazione del rating alla luce di determinate informazioni non "catturate" dalla procedura (situazione prevista da Basilea 2). In alcune banche i processi di *overrides* possono solo costituire un downgrade del rating automatico⁶³.

Per le banche orientate alla relazione lo strumento del rating deve necessariamente essere più articolato e complesso e volto a valorizzare le informazioni a più livelli. L'utilizzo di rating ad altissima componente statistica porta innegabili vantaggi in termini costo, oggettività ed integrità ed adeguatezza

62 Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria, Franco Angeli 2008, Giuliana Brindelli, Michele Modena.

63 De Laurentis G., Maino R., *I rating interni durante e dopo la crisi: rapporti banca-impresa, vincoli regolamentari e modelli di business*, in *Bancaria*, Roma, n. 1/2010.

normativa ma porta con se degli effetti indesiderati che vanno dalla limitazione delle competenze e dei ruoli degli operatori bancari addetti all'analisi del credito all'impoverimento delle relazioni banca impresa improntate in un ottica di *relationship lending*⁶⁴.

Se da una parte l'introduzione dei rating avrebbe potuto rappresentare una opportunità per molte imprese medio piccole nello sviluppo del rapporto banca impresa, in termini di maggior trasparenza e conoscenza ai fini della determinazione degli *scoring* in un ottica di medio lungo periodo la crisi finanziaria ha messo in luce alcuni limiti dell'impianto normativo di Basilea II.

La crisi finanziaria e il perdurare della recessione economica hanno messo in ginocchio i flussi di reddito delle nostre imprese che quindi hanno subito un deterioramento dei bilanci e dei relativi rating spingendo le banche ad alleggerire le proprie esposizioni nei confronti delle attività più rischiose, quelle con rating peggiori, proprio nel momento del bisogno. Per le imprese di dimensioni minore, congiuntamente allo sviluppo di sistemi di *scoring*, e' cresciuta significativamente la richiesta di garanzie da parte del sistema bancario, un fenomeno che aveva già iniziato a manifestarsi prima della crisi.

E' evidente che in una situazione di crisi dalla portata drammatica, anche per l'entità delle nuove sofferenze e dello stock di prestiti deteriorati, margini di manovra del sistema bancario risultano fortemente limitati dalla carenza di adeguate risorse patrimoniali, anche alla luce delle richieste di vigilanza sempre più stringenti.

Tutti questi fattori hanno determinato una maggiore selettività dei prestiti e uno spostamento verso le imprese di migliore qualità, accelerando l'espulsione dal mercato di aziende finanziariamente più fragili.

Un sistema creditizio efficiente da un punto da un punto di vista allocativo dovrebbe essere in grado di selezionare le imprese con maggiori possibilità di sviluppo cosa che spesso però non emerge dai processi di valutazione automatici,

64 De Laurentis G., Maino R., *I rating interni durante e dopo la crisi: rapporti banca-impresa, vincoli regolamentari e modelli di business*, in *Bancaria*, Roma, n. 1/2010.

basati di dati storici di bilancio o andamenti. La notevole diffusione dei dati di *scoring* rappresenta quindi un valido strumento di gestione del rischio nel breve periodo, ma probabilmente non rappresenta necessariamente una soluzione ottimale in una prospettiva di lungo termine, né per il sistema bancario, né per il sistema economico nel suo complesso⁶⁵.

1.3.3. Da Basilea 2 a Basilea 3

Come già intravisto la crisi finanziaria internazionale prima e la crisi dei debiti sovrani poi, hanno fatto emergere limiti e lacune dell'impianto normativo di Basilea II che non è riuscito a garantire la stabilità del sistema stesso. Bisogna però tenere presente che il framework di Basilea II era appena entrato in vigore all'atto dello scoppio della crisi (2007), oltretutto negli Stati Uniti, dove è partita la crisi, è stato recepito successivamente all'Europa e in modo parziale⁶⁶.

Il primo difetto strutturale emerso è che le dotazioni patrimoniali richieste in funzione dei rischi detenuti risultano procicliche, tendono cioè ad amplificare le fluttuazioni cicliche dell'economia: "in una fase congiunturale sfavorevole, il peggioramento dell'economia reale comporta un deterioramento della qualità del credito e, di conseguenza, i requisiti patrimoniali dovrebbero divenire maggiormente stringenti. In tali circostanze però, richiedendosi maggiori dosi di capitale, e non essendo esse reperibili, la conseguenza sarebbe una riduzione del credito a disposizione dell'economia reale".⁶⁷ L'elevata variabilità dei prezzi e l'instabilità dei mercati finanziari che ha caratterizzato la crisi in combinazione con l'introduzione in Europa di principi contabili basati sul fair value si è ripercossa negativamente sugli attivi patrimoniali delle banche, costrette a svalutazioni per via del crollo dei prezzi dei titoli finanziari detenuti provocando tensioni

65 Barontini R., *Innovazione e rischio di credito durante la crisi finanziaria*, in *Bancaria*, Roma, n.2/2015

66 Penza P., *Basilea 3 e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2*, in *Bancaria*, Roma, n. 11/2011.

67 Biffis P., *Il settore bancario*, EIF-e.Book, Novembre 2011.

sui coefficienti patrimoniali e generando quindi un ulteriore effetto pro ciclico.

La volatilità dei mercati ha inoltre messo in evidenza la debolezza dei modelli interni usati dalle banche, soprattutto per la valutazione dei rischi di mercato. Questi infatti si basavano su serie storiche limitate e sull'ipotesi di mercati liquidi, "errori e carenze nella misurazione dei rischi sono così sfociati nella scarsa capacità predittiva dei modelli cui è seguita la scarsa dotazione patrimoniale".⁶⁸

La dotazione patrimoniale di vigilanza delle banche non è risultata adeguata a coprire tutti i rischi, ciò dovuto all'inclusione ai fini regolamentari di poste ibride e innovative che, alla luce dei fatti, si sono dimostrate prive dei requisiti di assorbimento dei rischi previsti.

E' emerso inoltre un elevato livello di correlazione dei rischi, ovvero il capitale aggiuntivo richiesto a fronte di un singolo prestito è indipendente dalla composizione del portafoglio crediti nel quale è inserito, per cui a fronte dell'aumento della rischiosità di ogni singola posizione non si ottengono i benefici attesi dalla diversificazione. Sono stati inoltre sottovalutati alcuni rischi, come il rischio di mercato sul trading book: il minore requisito patrimoniale a fronte delle attività detenute per la negoziazione (trading book) rispetto allo stesso richiesto per l'inserimento nel portafoglio commerciale (banking book) è risultato inadeguato ad assorbire perdite rilevanti su attività finanziarie che hanno risentito appieno del crollo dei mercati. Compresi i rischi di cartolarizzazione.

Anche il rischio di liquidità è stato sottovalutato, ciò dovuto ad una trasformazione troppo aggressiva delle scadenze: molte banche si sono trovate impreparate di fronte ad un'inattesa caduta della liquidità dei mercati e sono riuscite a superare la crisi solo grazie all'ampia liquidità a basso costo offerta dalle banche centrali. Ecco che quindi si è resa necessaria una revisione dell'impianto normativo di Basilea 2 per arrivare nel 2010 al cosiddetto Basilea 3, il cui obiettivo è il rafforzamento della capacità delle banche di assorbire shock derivanti da tensioni finanziarie ed economiche, indipendentemente dalla loro origine, riducendo in tal modo il rischio di contagio dal settore finanziario all'economia reale (rischio sistemico).

68. Biffis P., *Il settore bancario*, EIF-e.Book, Novembre 2011.

La riforma è volta a:

- migliorare la quantità e la qualità del patrimonio di vigilanza ed armonizzare a livello internazionale la definizione di capitale semplificandola e rendendola più trasparente. Il rafforzamento passa attraverso la ricomposizione del capitale Common Equity a favore di azioni ordinarie e riserve di utili dedotta una lista di strumenti ampliata e armonizzata nonché attraverso criteri più stringenti per l'ammissibilità di altri strumenti di capitale;
- introdurre risorse patrimoniali in eccesso rispetto ai requisiti minimi, detti buffer patrimoniali, ovvero dei cuscinetti di capitale aggiuntivo finalizzati ad assorbire eventuali perdite durante periodi di turbolenza finanziaria (buffer di conservazione del capitale) o da attivarsi durante periodi di crescita eccessiva del credito per scongiurare un rischio sistemico (buffer anticiclico);
- introdurre un limite al leverage (LR, Leverage Ratio) per evitare un'eccessiva assunzione dei rischi e prevenire effetti destabilizzanti dei processi di deleveraging;
- aumentare i requisiti a copertura del rischio di liquidità introducendo due indicatori: il LCR (Liquidity Coverage Ratio) e il NSFR (Net Stable Funding Ratio). Il primo prevede la costituzione di un buffer di attività liquide che permettano alla banca di far fronte a situazioni di tensione per 30 giorni, il secondo invece mira a far fronte agli squilibri strutturali tra passività e attività di bilancio nell'orizzonte temporale di un anno.

L'adozione di Basilea 3 si sta attuando però in maniera graduale e sarà a regime non prima di gennaio 2019 questo perché, nonostante il suo scopo sia quello di stabilizzare il sistema finanziario, comporta notevoli sforzi da parte delle banche in termini di ricapitalizzazione con il rischio di acutizzare il processo di *deleveraging* già di fatto in atto, cioè di alleggerimento dalle esposizioni più pesanti.

Per evitare che l'adozione della normativa crei un'ulteriore riduzione dell'offerta di credito, soprattutto nei confronti delle piccole medie imprese fisiologicamente dipendenti dal ceto bancario, sono previsti dei limiti agli assorbimenti di capitale: infatti per le imprese con un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro e che vantano un'esposizione totale verso ogni singola banca inferiore ai 1,5 milioni di euro, non sono previsti accantonamenti supplementari al di là della regolamentazione vigente. Questo attenuerà l'impatto di Basilea 3 verso le imprese più piccole, nonostante ciò l'attuazione del nuovo impianto normativo porterà il mondo delle banche ad essere "un mondo con più capitale, meno leva finanziaria e meno profitti"⁶⁹. Se da un parte le banche saranno impegnate ad adempiere alle normative creando il minor impatto possibile dall'altro cercheranno di "accrescere i livelli di redditività con formulazioni nuove di modelli di business che dovranno necessariamente riflettere il contesto economico e normativo molto più complesso"⁷⁰.

69 Penza P., *Basilea 3 e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2*, in *Bancaria*, Roma, n. 11/2011

70 Arlotta C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, Franco Angeli, Milano, 2014.

2 NUOVI MODELLI DI SERVIZIO E RELAZIONE TRA BANCA E IMPRESA NEL PANORAMA ITALIANO

2.1. La sostenibilità del business bancario: Il rinnovamento dell'offerta bancaria alle imprese.

I grandi cambiamenti economici, tecnologici e normativi degli ultimi anni hanno messo a dura prova il sistema bancario italiano che, nonostante continui a "presentarsi solido e resiliente nei suoi tratti strutturali"⁷¹, ha fatto emergere dei dubbi sulla sua sostenibilità da un punto di vista reddituale.

Le continue richieste normative e di regolamentazione imposte come abbiamo visto dal frame work di Basilea, l'avvio della nuova vigilanza Europea⁷², gli esercizi messi in atto dalla Bce per testare la solidità del sistema⁷³, hanno costretto e

71 Sabatini G., *Credito, patrimonio, regole. Un quadro di certezza e stabilità per le banche e l'economia*, in *Bancaria*, Roma, n. 3/2015.

72 In data 1 novembre 2014 è entrato in vigore il sistema unico di vigilanza bancaria a livello europeo (SSM, Single Supervisory Mechanism) per assicurare maggiore stabilità al sistema bancario europeo. Attraverso l'attribuzione di innovativi compiti di supervisione prudenziale alla Banca Centrale Europea - in collaborazione con le Autorità di vigilanza nazionali - l'SSM ha il compito di vigilare sugli intermediari definiti significativi (mentre la supervisione delle restanti banche rimane sotto la responsabilità delle Autorità di ciascun Paese), in modo da rendere più efficaci, riducendone al tempo stesso l'onerosità, i controlli sulle grandi banche internazionali e favorire condizioni di parità concorrenziale. Le modalità sono definite nella "Framework Regulation" , emanata dalla BCE con il Regolamento n.468/2014 per assicurare il funzionamento efficace e coerente del nuovo sistema di vigilanza. Fonte: www.borsaitaliana.it

73 Il cosiddetto "Stress Test", ovvero una valutazione approfondita effettuata dalla BCE per verificare la tenuta dei bilanci bancari in scenari avversi. Questi fanno parte di una valutazione più ampia (il "comprehensive assessment"), che si compone anche di un'analisi dei rischi a fini di vigilanza (cioè una revisione della posizione di liquidità, del livello di indebitamento e della raccolta fondi) e di un'analisi sulla qualità degli attivi degli istituti (la cosiddetta "assetquality review", "AQR").Fonte: www.borsaitaliana.it

costringono tutt'ora il sistema bancario ad un notevole sforzo in termini di adeguamenti patrimoniali. Sistema che era già stato messo a dura prova dal peggioramento della qualità degli attivi a seguito dell'aumento dei crediti deteriorati, i cosiddetti *non performing loans (NPL)*

A ciò si è aggiunto l'impatto della tecnologia nelle transazioni bancarie che ha portato ad accorciare le catene distributive e a ridimensionare il ruolo degli intermediari finanziari⁷⁴. E' così che molte attività che tradizionalmente venivano effettuate fisicamente allo sportello oggi vengono effettuate a bassissimo costo attraverso i canali multicanali grazie a strumenti tecnologici sempre più diffusi come gli *smartphones* e relative applicazioni a scapito della marginalità. La banca del futuro è senza dubbio digitale: servizi sempre disponibili, in ogni parte del mondo a qualsiasi ora e da qualsiasi dispositivo garantendo anche un certo livello di interattività grazie alla presenza sui social network.

Il mercato bancario sta inoltre vedendo l'entrata di nuovi competitors, provenienti dal cosiddetto settore "*Fintech*", ovvero quel settore formato da aziende caratterizzate da alta tecnologia che offrono nuovi servizi bancari e finanziari, le quali non si presentano come fornitrici di servizi bancari full line ma piuttosto rivolte a sottoinsieme di servizi, come per esempio i servizi di pagamento⁷⁵. Ecco che si assiste ad una vera e propria disintermediazione delle filiali bancarie che non rappresentano più il luogo principale di incontro e di dialogo con il cliente come lo erano un tempo.

Da un recente studio⁷⁶ si stima come già ad oggi il 60/70% dei servizi bancari sia oggetto di attacco da parte di altri *player*.

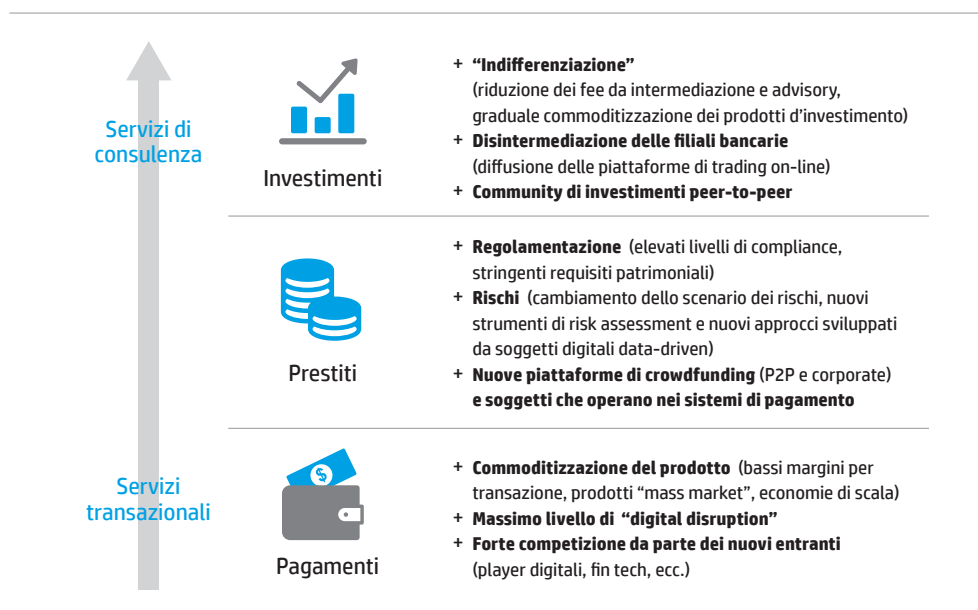
74 Sabatini G., *Credito, patrimonio, regole. Un quadro di certezza e stabilità per le banche e l'economia*, in *Bancaria*, Roma, n. 3/2015.

75 Sabatini G. et al., *La sostenibilità del business bancario, tra regole stringenti, cambiamenti tecnologici e dinamiche dei costi*, in *Bancaria*, Roma, n 09/2015.

76 The European House - Ambrosetti per HP Italia, *The connected banking report 2015. Opportunità emergenti attraverso l'innovazione digitale*, Milano, 2015.

La FIGURA 12 evidenzia chiaramente i cambiamenti che stanno avvenendo lungo tutta la filiera dell'attività bancaria, dai servizi di pagamento ai servizi relativi agli investimenti e alla concessione di denaro.

FIG 13 - COME CAMBIANO LE "REGOLE DEL GIOCO" LUNGO LA FILIERA DELL'ATTIVITA' BANCARIA E LE SFIDE PER LE BANCHE⁷⁷



Fonte: elaborazione The European House - Ambrosetti, 2015

La commistione di tutti questi fattori ha avuto un forte impatto sulla redditività media complessiva del sistema bancario: basti pensare il ROE⁷⁸ delle banche italiane si conferma negativo anche nel 2014 dopo quattro anni consecutivi attestandosi a - 4,1% rispetto a -13,5% nel 2013⁷⁹.

77. The European House - Ambrosetti per HP Italia, *The connected banking report 2015. Opportunità emergenti attraverso l'innovazione digitale*, Milano, 2015.

78 Il ROE (Return On Equity) è un indice economico sulla redditività del capitale proprio, ottenuto dividendo l'utile netto per i mezzi propri (ROE = Utile Netto/Capitale Proprio * 100). L'indicatore viene utilizzato per verificare il tasso di remunerazione del capitale di rischio, ovvero quanto rende il capitale conferito all'azienda dai soci. In caso di perdita, il ROE è negativo. Questo significa che lo squilibrio economico è così grave da erodere i mezzi propri. Fonte: www.borsaitaliana.it

79 KPMG, *Bilanci dei gruppi italiani: trend e prospettive*. Esercizio 2014, Milano, Luglio 2015.

A minare ulteriormente il risultato economico delle banche vi è che queste operano in un contesto caratterizzato da una politica economica fortemente espansiva che, seppur necessaria, ha spinto i tassi di interesse in territorio negativo comprimendo ulteriormente margini e redditività per le banche che impiegano la loro liquidità prestandola a famiglie e imprese e che oltretutto si vedono impossibilitate a prezzare i servizi di liquidità con ulteriore erosione dei margini commerciali complessivi⁸⁰. Le banche quindi oggi non possono più contare su elevati profitti derivanti dai margini di interesse ma si devono spostare verso i margini da servizi, composti da commissioni e proventi sui servizi erogati.

E' chiaro che ci troviamo di fronte ad uno scenario eccezionale che porterà le banche a mettere in atto una profonda razionalizzazione dei processi produttivi, delle strutture distributive, del modo stesso di fare banca per permettere agli istituti bancari di tornare a livelli di redditività accettabili con beneficio globale per il sistema in quanto maggiormente propense ad erogare credito e quindi a sostenere la ripresa.

A fianco ad una necessità di ridurre il *cost/income ratio*⁸¹, azione che passerà attraverso una riduzione degli sportelli fisici e una razionalizzazione del personale dipendente con remunerazioni maggiormente legate alla produttività, si fa strada un nuovo rapporto tra banca e impresa dove la prima può offrire servizi di consulenza ad alto valore aggiunto remunerati mediante commissioni⁸².

Come affermato dal Governatore di Banca d'Italia⁸³ " la revisione dei processi produttivi e distributivi nel settore bancario dovrà essere mirata a conseguire

80 Sabatini G., *Credito, patrimonio, regole. Un quadro di certezza e stabilità per le banche e l'economia*, in *Bancaria*, Roma, n. 3/2015.

81 Il *cost/income ratio* esprime il rapporto tra i costi operativi e il margine di intermediazione. È uno dei principali indicatori dell'efficienza gestionale della banca: minore è il valore espresso da tale indicatore, maggiore l'efficienza della banca. Fonte: <https://www.unicreditgroup.eu/it/info/glossary.html>

82 Sabatini G. et al., *La sostenibilità del business bancario, tra regole stringenti, cambiamenti tecnologici e dinamiche dei costi*, in *Bancaria*, Roma, n 09/2015.

83 Visco I., *L'attuazione dell'Unione bancaria europea e il credito all'economia*, Audizione del Governatore della Banca d'Italia, Roma, 15 dicembre 2015.

guadagni di efficienza e risparmi di costo. Il recupero di elevati livelli di redditività dovrà beneficiare anche di una maggiore diversificazione delle fonti di guadagno a cui potrà contribuire l'offerta alle imprese di servizi volti a incrementare l'accesso e il ricorso al finanziamento diretto sul mercato".

Una recente analisi condotta da ABI⁸⁴ ha individuato gli ambiti nei quali nei prossimi anni si concentrerà il rinnovamento dell'offerta bancaria nei confronti del mondo impresa, in particolar modo per le piccole e medie imprese.

Le novità sono rivolte alla creazione di nuove fonti di ricavo legate allo sviluppo di consulenza e servizi ad alto valore aggiunto lungo tre direttive principali:

- 1) **supporto nella gestione aziendale** e nella finanza dell'imprenditore: consulenza per la gestione del patrimonio aziendale, consulenza per la redazione di business plan dell'impresa nella fase di start-up o per iniziative successive, creazione di piattaforme volte allo scambio di competenze ed idee tra le aziende, consulenza fiscale, consulenza pensionistica per i dipendenti;
- 2) **supporto nella finanza d'impresa**: consulenza per cambiamento degli assetti proprietari, consulenza per operazioni di merger & acquisition e di management buy-in buy-out, consulenza per operazioni di quotazione in borsa, assistenza tramite la creazione di piattaforme per il ricorso al mercato tramite strumenti di debito (es mini-bond) o piattaforme per il crowfundig;
- 3) **supporto all'internazionalizzazione** dell'impresa: consulenza per la ricerca di nuovi partner commerciali e orientamento sulle opportunità offerte dai vari paesi, consulenza legale e fiscale sull'estero, creazione di nuove piattaforme volte a favorire il dialogo commerciale tra attori e imprese di vari paesi.

84 Bajetta L., Munari L., *Indagine ABI sui modelli di servizio per small business e piccole imprese*, in *Bancaria*, Roma, n. 05/2014.

La banca quindi può diventare un supporto nella gestione aziendale, mettendo a disposizione consulenze per la gestione della liquidità d'azienda, consulenze legali e fiscali ma anche consulenze a supporto della finanza d'impresa per permettere alle aziende di ottenere un più facile accesso ai mercati di capitale alternativi. In quest'ottica si parla di emissioni obbligazionarie, mini-bond, crowdfunding, quotazioni in borsa: tutte quelle forme parallele di finanziamento alcune delle quali negli ultimi tempi hanno trovato anche un maggior inquadramento normativo e diretta applicazione sul campo.

In questo modo si permetterà alle nostre imprese di dipendere in maniera minore dal ceto bancario, essere più patrimonializzate fornendo una visione di se stessa molto più limpida, trasparente ed affidabile ed essere così più competitive per affrontare nuove sfide nel mercato.

Diventa quindi determinante promuovere l'innovazione da parte delle PMI, sostenendole nell'investire e nel contaminarsi con nuove idee e soluzioni stringendo nuove partnership, anche internazionali⁸⁵.

Alcune banche, come vedremo successivamente, si sono già mosse con successo in tal senso sviluppando nuove forme di collaborazione con le imprese.

E' chiaro come questo nuovo processo richiederà tempo e un forte cambio di mentalità non solo da parte delle banche e dei loro dipendenti – che necessiteranno di una formazione ad hoc con l'acquisizione di nuove skill – ma anche da parte delle aziende stesse.

Il tradizionale ruolo svolto dalla nostra intermediazione bancaria può trovare nuova linfa in una virtuosa riscoperta della propria missione di conoscitrice delle imprese, anche quelle più piccole, per poterle accompagnare in nuovi mercati.

85 Ministero dello Sviluppo Economico, *Small Business Act, Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2014, Rapporto 2015*.

2.2. Imprenditorialità e competitività delle PMI italiane

Recenti dati ISTAT⁸⁶ mostrano come l'economia italiana stia finalmente registrando dei livelli di crescita, seppur contenuta: dopo tre anni consecutivi di recessione il prodotto interno lordo è risultato positivo, con una crescita dello 0,8% per l'intero 2015. La parte iniziale dello scorso anno è stata favorita dalla spinta delle esportazioni grazie ad una domanda internazionale vivace e da un deprezzamento dell'euro per poi essere sostituita nel secondo e terzo trimestre da un positivo apporto dei consumi privati sostenuti da un incremento dei redditi reali e da una ripresa dei livelli di occupazione. L'andamento degli investimenti invece risulta ancora in flessione. Tuttavia l'andamento dello scorso anno mostra una tendenza decrescente: il Pil infatti è cresciuto dello 0,4% nel primo trimestre 2015, dello 0,3% nel secondo, dello 0,2% nel terzo e dello 0,1% nel quarto.

Da lato delle imprese si assiste ad una dinamica di espansione dei fatturati più accentuata per le imprese di servizi (+ 1,9%) rispetto alle imprese manifatturiere (+1,2 %) pur in presenza di dati eterogenei per i vari settori. Secondo L'ISTAT "la ripresa ciclica appare, quindi, in via di consolidamento ma con un basso grado di diffusione tra settori dell'economia": la crescita è quindi ancora troppo lenta.

Le PMI italiane, che negli anni hanno saputo distinguersi nel mondo in molti settori e che erano il punto di forza del nostro tessuto imprenditoriale, faticano oggi ad uscire dalla crisi tanto da essere state classificate tra le più deboli e meno performanti d'Europa da un recente report di Moody's⁸⁷ che ha messo a confronto le imprese nel panorama europeo. Le loro performance infatti sono ancora deboli e presentano un saldo tra aziende aperte e chiuse fermo al 2008 tanto che il tasso di mortalità annuo supera di oltre l'1% quello di natalità ed il tasso di fallimento è tra i più alti (8,5 % nel 2015 rispetto al 7,1% nel 2013): questo nonostante esse rappresentino la maggior parte del valore aggiunto totale sull'economia

86 ISTAT, *Rapporto sulla competitività dei settori produttivi*, edizione 2016, www.istat.it

87 De Cesare C., *Moody's boccia le PMI italiane: troppo deboli*, Corriere della Sera, 26 aprile 2016.

nazionale (67,3%), molto più che in altri paesi (54% del Regno Unito, il 57,9% della Francia, il 62,3% del Belgio, il 62,8% della Spagna, e il 67% del Portogallo). Il nostro Paese presenta inoltre il più alto stock di crediti deteriorati anche se si assiste ad un primo rallentamento di nuovi ingressi dal 2011: il tasso di nuove sofferenze per le PMI è pari al 3,6% nel 2015 più basso del 3,9% del 2014.

Le nostre aziende, forti delle caratteristiche che le hanno fatte crescere ed essere competitive nel passato, non hanno saputo innovarsi, internazionalizzarsi e diversificare il rischio per uscire dalla crisi dalla quale invece sono state travolte.

Ne emerge quindi il quadro di un paese quasi inospitale che limita fortemente lo sviluppo delle potenzialità delle nostre imprese, un paese dove è difficile fare impresa.

Il rapporto del *World Economic Forum*⁸⁸ sulla competitività ha individuato i principali fattori di ostacolo all'attività imprenditoriale Italia che possono essere così riassunti:

- burocrazia e pressione fiscale;
- difficoltà di accesso al credito;
- limitata dimensione delle imprese e relativa difficoltà a crescere sia da un di vista qualitativo (innovazione, internazionalizzazione, aggregazioni, etc.) che quantitativo (crescita in termini di addetti e di fatturato) per essere competitive sui mercati;
- difficoltà nei processi di successione e trasferimento d'azienda, problema accentuatosi con la crisi che ha portato ad un aumento del tasso di mortalità delle aziende ma dovuto anche all'invecchiamento della popolazione imprenditoriale.

Innovazione, internazionalizzazione, nuove forme di aggregazione per superare i

88. World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2012-2013*

i limiti dimensionali, start up innovative⁸⁹ e capacità di finanziarsi attraverso canali alternativi a quello bancario rappresentano gli elementi chiave di un gruppo di imprese di piccole e medie dimensioni che, secondo la relazione annuale del Garante delle Micro, Piccole e Medie Imprese, rappresentano il traino ed il rinnovamento del nostro sistema produttivo.

La politica industriale deve quindi sostenere questa trasformazione favorendo lo sviluppo di una forte cultura imprenditoriale e sviluppando ecosistemi di supporto agli imprenditori che permettano loro di avere un facile accesso ai servizi, alla conoscenza e alle risorse economiche (es. sistema bancario, ricerca universitaria, supporto istituzionale) per garantire il successo delle proprie iniziative. Per uscire dalla crisi è quindi necessario rilanciare la cultura all'imprenditorialità e spingere le nuove generazioni ad entrare nella prospettiva di crearsi un lavoro piuttosto che cercarlo: oggi in Italia solo il 5% degli imprenditori ha meno di 40 anni mentre il 20% ha più di 70 anni. L'Italia è al 49 posto nel mondo per tasso di imprenditorialità: solo l'11 % degli italiani sta pensando concretamente di aprire un'impresa contro un 68% che non ha mai pensato di farlo. In questo modo si potrebbe ridurre il tasso di disoccupazione giovanile e fornire un rinnovamento generazionale delle attuali proprietà familiari delle aziende⁹⁰.

L'imprenditorialità può essere definita come uno stato mentale: "si tratta della motivazione e della capacità del singolo, da solo o nell'ambito di un'organizzazione, di riconoscere un'occasione e di trarne profitto al fine di produrre nuovo valore o il successo economico. Creatività o innovazione sono necessarie per entrare in un mercato esistente rimanendo competitivi, per cambiarlo o persino crearne uno nuovo."⁹¹

89. Una start up innovativa, introdotta per la prima volta nel nostro regolamento dalla Legge n 221/2012, è una società di capitali, anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative di capitale non sono quotate su un mercato regolamentato, caratterizzata da una elevata dotazione tecnologica.

90. The European House-Ambrosetti, *Crescere facendo impresa*, Milano, Settembre 2015.

91. Commissione europea per l'industria, il commercio estero, la ricerca e l'energia, *L'imprenditorialità in Europa - Libro verde*, 2013.

L'imprenditorialità rappresenta il motore della crescita economica, dell'innovazione e del lavoro: in Europa le PMI hanno creato quasi 2 milioni di posti di lavoro l'anno tra il 2009 e il 2014 pur in un periodo di congiuntura economica e oltre i tre quinti di tali posti sono stati generati da imprese di nuova costituzione. La dinamicità di una società si misura anche dal grado di sviluppo della cultura imprenditoriale: gli imprenditori generano ricchezza, generano posti di lavoro e con la loro produzione garantiscono ampia scelta tra i consumatori, le nuove iniziative inoltre stimolano la concorrenza aumentando la spinta verso l'innovazione e l'efficienza⁹².

Le politiche industriali e produttive si stanno muovendo in tal senso, grazie anche al recepimento delle indicazioni della Commissione Europea, attraverso un modello di concertazione tra amministrazione, pubblico e privato.

Le nostre PMI devono quindi acquisire la consapevolezza che è necessario coniugare il sapere artigiano con la creatività, la tecnologia, l'innovazione e l'istruzione per poter accrescere la propria competitività e raggiungere i segmenti più alti del mercato mondiale⁹³.

Le aziende dal canto loro, proprio per la loro caratteristica dimensionale che in passato ha avuto suoi vantaggi in termini di elasticità operativa ma che è fortemente a carattere familiare - quindi per sua natura chiusa - presentano però un costante fabbisogno di know how in vari campi, anche finanziario, e quindi possono diventare utilizzatrici di una serie di servizi consulenziali erogati dalle banche, la cui domanda spesso è però latente e va individuata⁹⁴. Le banche quindi, consapevoli che la domanda di tali servizi va stimolata, devono saper affiancare alla classica immagine che le vede come "erogatori di denaro" una nuova di partner per la crescita e lo sviluppo delle aziende stesse.

92. The European House-Ambrosetti, *Crescere facendo impresa*, Milano, Settembre 2015.

93. Altobelli C. e Carnazza P., *L'evoluzione del sistema dell'innovazione in Italia tra norme, incentivi e nuove opportunità*, in Rivista Argomenti, Univerista' di Urbino, n 1/2015.

94. Fortis M. e Bassetti G., *Il finanziamento delle piccole e medie imprese*, Franco Angeli, Milano, 2000.

2.3. Strumenti alternativi per il credito: i Mini-bond

2.3.1. Mini bond: definizione, contesto e normativa

Il ricorso al mercato obbligazionario, come si è visto, è storicamente minore rispetto al ricorso al credito bancario e copre solo il 10% dei debiti finanziari complessivi delle imprese nazionali, il cui accesso era appannaggio dei grandi gruppi industriali⁸¹. Le elevate barriere all'entrata, normative, fiscali, civilistiche e gli elevati costi di emissione hanno di fatto disincentivato il ricorso a tale fonte alternativa da parte delle nostre PMI anche in confronto agli altri Paesi Europei.

A partire dal 2012, con il Decreto Sviluppo⁸² e Sviluppo Bis⁸³, successivamente con il Piano Destinazione Italia⁸⁴ e Il Decreto Competitività⁸⁵, il governo italiano ha introdotto delle novità per favorire lo sviluppo di forme di finanziamento alternative o complementari alle classiche forme di credito bancario per le piccole e medie imprese, con lo scopo di stimolare la crescita, la competitività delle imprese e quindi la ripresa economica.

Con i decreti sopra menzionati è stata ridisegnata la disciplina in materia superando alcuni limiti imposti dal codice civile, permettendo sostanzialmente alle imprese non quotate di accedere ai seguenti strumenti di debito alternativi:

- . cambiali finanziarie, strumenti di debito a breve termine;
- . obbligazioni subordinate e partecipative, strumenti di debito a medi termine;
- . obbligazioni (minibond), strumenti di debito a medio-lungo termine.

Per le cambiali finanziarie e le obbligazioni il Decreto Sviluppo modifica ed integra

95 Politecnico di Milano, *Il Report italiano sui Mini-Bond*, Milano, febbraio 2016.

96 Decreto Legge 22 giugno 2012 n. 83 convertito in Legge con modificazioni il 7 agosto 2012

97 Decreto Legge 18 ottobre 2012 n. 179 convertito in Legge con modificazioni il 17 dicembre 2012

98 Decreto Legge 23 dicembre 2013 n. 145 pubblicato nella GU N 300 del 23 dicembre 2013

99 Decreto Legge n. 91/2014

strumenti già istituiti in precedenza, consentendo alle società non quotate di beneficiare di vantaggi legali e fiscali analoghi a quelli delle società quotate. Le obbligazioni subordinate e partecipative, invece, sono state introdotte dal Decreto Sviluppo, con lo scopo di finanziare anche le start-up, i rinnovamenti tecnologici o in logica di ristrutturazione e rilancio aziendale.

I minibond, oggetto di analisi in questa sede, sono quindi dei titoli di credito, cioè delle obbligazioni¹⁰⁰ emesse da un'impresa non quotata sul mercato con l'obiettivo di reperire nuove risorse finanziarie tra gli investitori. Si crea quindi un rapporto di debito tra la società emittente e l'investitore/sottoscrittore poiché chi sottoscrive l'obbligazione diventa creditore della società, cioè ha diritto alla restituzione alla scadenza pattuita della somma mutuata e al riconoscimento di una remunerazione sotto forma di interessi o di disaggio tra il valore nominale di rimborso e il prezzo di emissione (cosiddetta obbligazione *zero coupon*).

In pratica il codice civile¹⁰¹ escludeva da tali forme di finanziamento le società non quotate, invece l'art. 32 del Decreto Sviluppo permette l'emissione di obbligazioni superiori al doppio del patrimonio netto a tutte le società non quotate, "diverse dalle banche e dalle micro-impresе, come definite nella raccomandazione 2003/361/CE della commissione europea del 6 maggio 2013" che "emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione".

In questo modo anche le società non quotate possono emettere obbligazioni anche per importi rilevanti in modo tale da poter finanziare progetti di un certo valore di sviluppo e crescita con scadenze uguali o superiori a 36 mesi. La presenza di scadenze di medio lungo termine presenta il vantaggio di allungare la durata delle

100 Le obbligazioni sono disciplinate dal Libro V, TITOLO V, Sezione III del codice civile, art 2410-2422

101 In particolare l'art 2014 del c.c. prevede che "La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite". Tale limite "può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali."

fonti di finanziamento allineandole maggiormente alla durata degli investimenti finanziati che si riflette positivamente sulla solidità patrimoniale aumentando la coerenza tra la liquidità degli investimenti e il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento. I mini bond rappresentano quindi una fonte di finanziamento stabile per un periodo medio lungo il cui rimborso è posticipato evitando di drenare liquidità e permettendo all'investimento intrapreso di portare i suoi frutti in termini di ritorni economici: l'impresa infatti deve corrispondere solo gli interessi pattuiti. Gli affidamenti bancari raramente sono *bullet*¹⁰²; i finanziamenti a medio lungo termine prevedono un rimborso tramite delle rate mensili sia in quota capitale che in quota interessi, oltretutto per le linee di credito a revoca vi è il rischio di richieste anticipate di rientro dall'accordato.

Il positivo impatto quindi in termini di solidità patrimoniale e liquidità può senz'altro influire positivamente sui rating interni assegnati delle banche alle imprese anche perché da un punto di vista contabile l'emissione di mini bond è ricompresa sotto la voce di bilancio "Obbligazioni" e non sotto la voce "Debiti verso banche" alla quale gli istituti danno molta importanza in sede di analisi.

Inoltre la normativa vigente non prevede ancora che le emissioni siano oggetto di segnalazione in centrale rischi¹⁰³, altro elemento che concorre alla formazione del rating e che fornisce una fotografia dei debiti con il ceto bancario dell'azienda in esame. Il miglioramento del rating può quindi portare ad un miglior rapporto con la banca sia in termini di concessione creditizia sia di relativo pricing.

I vari decreti hanno inoltre introdotto delle importanti novità fiscali, fin'ora permessi solo alle società quotate, che possono essere così riassunti:

102 I prestiti con pagamento *bullet* prevedono che il rimborso della quota capitale e della quota interessi avvenga in un'unica soluzione alla scadenza del contratto.

103 Da una prima analisi della normativa emerge che l'ammontare emesso da una posizione in bonis non concorra alla segnalazione della posizione in centrale rischi, si specifica però che nel caso in cui l'emittente sia classificato a sofferenze, l'esposizione è oggetto di segnalazione. Non si esclude che in un futuro l'organo di vigilanza ne preveda la segnalazione in tutti i casi. Fonte: Progetto Mini-Bond, presentazione BPVi, www.adamsmith.it

- deducibilità degli interessi passivi, secondo le medesime regole previste per le società quotate, solo per quei titoli quotati sui mercati regolamentati o sui sistemi multilaterali di negoziazione, oppure per quelli sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più il 2% del capitale dell'emittente ;
- l'esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi corrisposti su titoli negoziati su mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o di Paesi compresi nella white list¹⁰⁴, al fine di evitare una doppia imposizione;
- la deducibilità dei costi di emissione nell'esercizio finanziario in cui sono stati sostenuti i costi

Tre sono inoltre le condizioni stabilite dal Decreto che permettono di poter accedere a tali nuovi strumenti:

- 1) che l'emissione sia assistita da uno sponsor, il cui ruolo può essere ricoperto da banche, imprese di investimento, Società di gestione del risparmio, intermediari finanziari iscritti nell'albo. Il compito dello sponsor è quello di assistere la società fornendole aiuto sia in fase di emissione che di collocamento;
- 2) che l'ultimo bilancio dell'emittente sia assoggettato a revisione contabile;
- 3) che i titoli siano collocati esclusivamente presso investitori professionali in quanto gli unici in grado di capire e sopportare i rischi legati a tali operazioni.

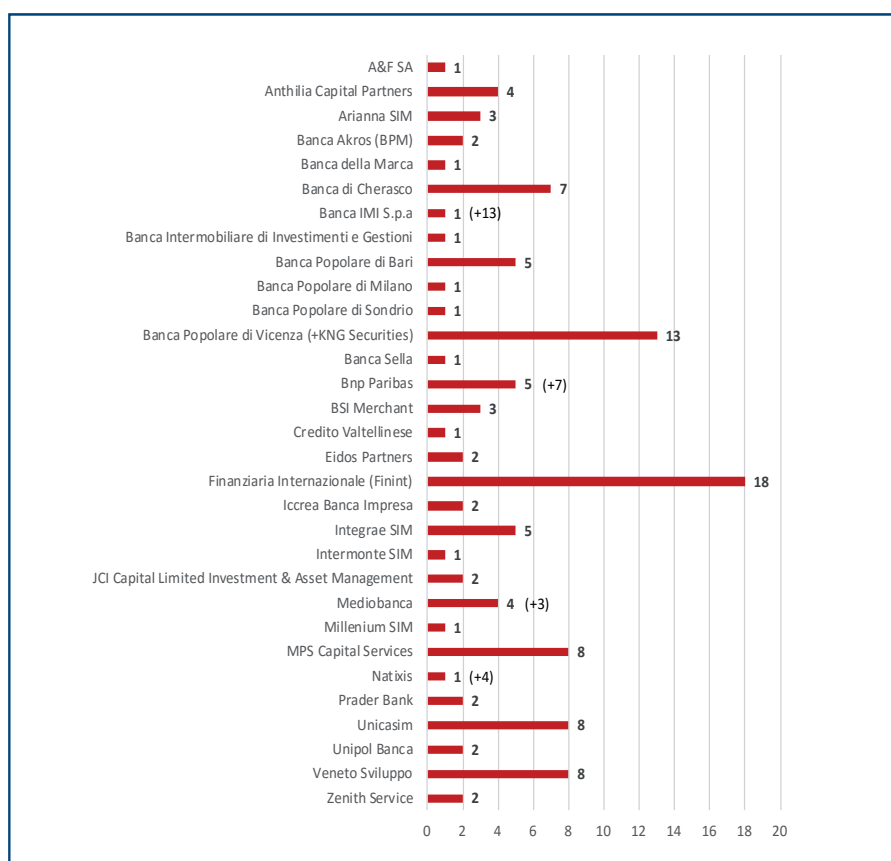
104 Elenco degli Stati con i quali è attuabile lo scambio di informazioni per evitare le doppie imposizioni sul Reddito ai sensi del decreto ministeriale del 4 settembre 1996

2.3.2. La piattaforma Mini-Bond di Banca Popolare di Vicenza

Una volta individuati i tratti salienti di questi nuovi strumenti alternativi e il loro sviluppo vediamo come si è approcciata a questo scenario Banca Popolare di Vicenza¹⁰⁵ (d'ora in avanti BPVi), banca che fin dall'inizio ha dimostrato una forte attenzione a questo tema raggiungendo nel 2015 le 13 emissioni per circa 290 mila euro e collocandosi al secondo posto nella classifica stilata dal Politecnico di Milano e pubblicata nel II Report italiano sui Mini-Bond (FIGURA 14).

FIGURA 14

GLI ARRANGER DELLE 152 EMISSIONI DI MINI-BOND SOTTO I 50 MILIONI EUR
(tra parentesi le emissioni sopra 50 milioni EUR gestite in aggiunta)



Fonte: Il Report italiano sui Mini Bond, Politecnico di Milano, febbraio 2016

105 Banca Popolare di Vicenza, società per azioni, sede legale Via Btg. Framarin 18, Vicenza, capitale sociale al 31/12/2015 per Euro 377.204.358,75 i.v.

La banca, in qualità di *arranger*¹⁰⁶ delle emissioni di mini-bond, si è approcciata a tale iniziativa innanzitutto sviluppando delle collaborazioni con partners che potessero ampliare la platea delle aziende potenzialmente reclutabili, quindi non solo attingendo alla propria clientela ma anche a quella di altre aziende.

In tal senso a febbraio 2014 BPVi ha siglato un accordo¹⁰⁷ con Metherios Capital S.p.A., società di consulenza indipendente specializzata in operazioni di finanza straordinaria per PMI, con il quale facilitare l'individuazione delle aziende interessate ed assisterle nelle rispettive attività finanziarie: da una parte la banca si è impegnata a segnalare a Metherios le aziende interessate ad una potenziale quotazione in borsa alle quali offrire i propri servizi di consulenza, dall'altra Metherios ha allargato a Popolare di Vicenza il portafoglio di potenziali clienti interessati all'emissione di mini bond.

E' così che nel 2014 BPVi ha deciso di stanziare 250 milioni di Euro da destinare alla sottoscrizione di Minibond per tutto l'esercizio 2014, che ha portato in quell'anno all'emissione di ben 10 mini bond. A differenza di molti concorrenti BPVi ha deciso di non costituire un fondo di investimento chiuso ma di mettere a disposizione un determinato plafond in modo tale da non prevedere una raccolta obiettivo e non porre dei limiti alle potenziali operazioni da portare avanti.

Le dimensioni di ogni emissione possono andare da un minimo di 5 milioni di Euro ad un massimo di 50 milioni di Euro con scadenza bullet tra i 5 e 7 anni e con flusso cedolare medio del 6,2 %.

La banca ha quindi sviluppato un'offerta commerciale completa garantendo al cliente lo svolgimento di varie attività: lo studio iniziale sulla fattibilità dell'operazione, l'individuazione dei potenziali investitori per poi passare alla

106 L'arranger è una figura chiave nel processo di emissione di mini-bond in quanto è l'incaricato del vero e proprio collocamento dei titoli e, per conto dell'impresa emittente, ha il compito di interfacciarsi con il mercato dei potenziali investitori. Sulla base delle informazioni sviluppate dall'impresa ed elaborate dagli advisor l'arranger contatta i potenziali investitori sondandone la disponibilità per poi costruire con precisione l'operazione. Fonte: Politecnico di Milano, Il Report italiano sui Mini-Bond, Milano, febbraio 2016.

107 Comunicato stampa del 21/02/2014, fonte www.bancapopolaredivicenza.it

costruzione dell'operazione con la definizione del prezzo, tasso di interesse e durata dell'emissione obbligazionaria. Oltre a curare l'emissione dei titoli ne assicura anche la sottoscrizione in parte e ne cura poi il collocamento presso gli investitori qualificati. Anche una volta conclusasi l'operazione vengono effettuate delle valutazioni periodiche a garanzia del mantenimento dei requisiti previsti e quindi del valore dei titoli.

Entrando nel dettaglio del processo, come spiegato dal dott. Paolo Altichieri¹⁰⁸, Deputy CFO di BPVi, "la strategia di intervento nel mercato è stata approcciata come un'operazione di *capital market*¹⁰⁹, organizzando un mercato primario". E' stato infatti costituito un Sindacato di collocamento formato dalla banca, da Marzotto Sim, intermediario italiano e KNG Securities, intermediario finanziario inglese, attraverso la cui intermediazione la banca può rivolgersi ad un'ampia platea di investitori italiani e stranieri, circa 200, ai quali proporre le operazioni. Ad oggi, già 40 di questi investitori hanno aderito agli investimenti proposti.

Il sindacato di collocamento prevede il seguente schema (FIGURA 15) dove:

- BPVi riceve mandato dalla società emittente per il collocamento dei titoli ed ha il ruolo di Lead Manager¹¹⁰;

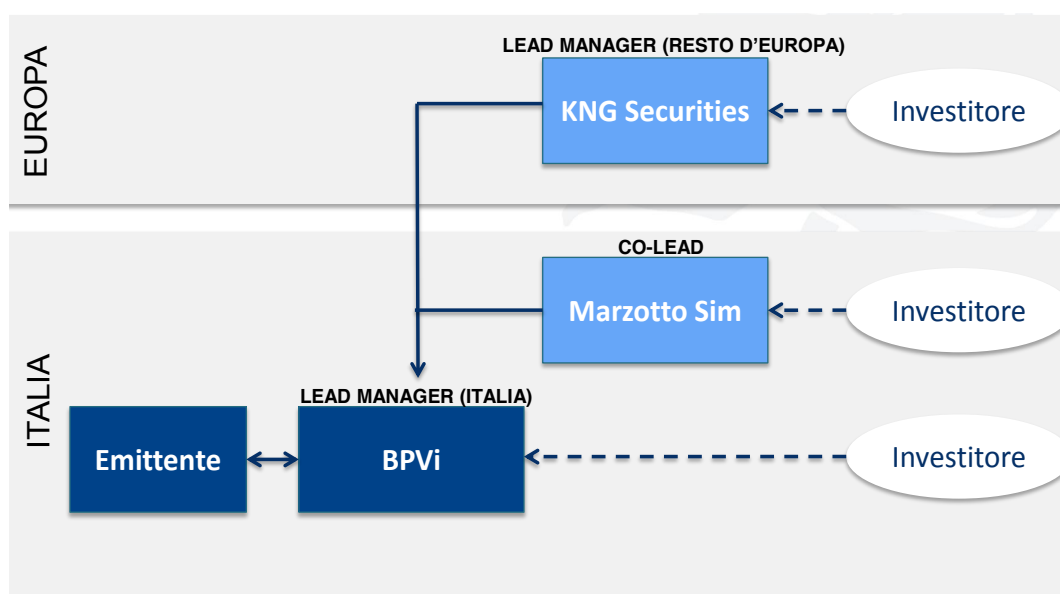
108 Intervista al dott. Paolo Altichieri, La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa, Carlo Arlotta et al, Franco Angeli, Milano, 2014.

109 *Capital Market* ovvero tutte le attività relative alla gestione degli strumenti finanziari emessi dai clienti della banca (obbligazioni, azioni e derivati). Nel mercato primario, corrispondente all'emissione dello strumento, include quattro fasi: origination, arranging and advisory, selling and placing, underwriting; nel mercato secondario include ogni attività successiva all'emissione (attività di dealing, brokerage e di market making). Fonte: www.borsaitaliana.it

110 Il lead manager è la banca che, in un'operazione di collocamento di strumenti finanziari, si assume il compito di formare il consorzio di collocamento invitando diversi intermediari a partecipare all'operazione sulla base di un patto consortile, ossia un contratto in cui sono specificati gli impegni di garanzia e le condizioni economiche della partecipazione al consorzio. Il lead manager, d'intesa con l'emittente, stabilisce i termini dell'offerta (ammontare, tempistica, prezzo) e assume anche la qualifica di

- Marzotto SIM riceve il mandato da BPVi in qualità di Co-Lead e trasmetterà gli ordini raccolti tra gli investitori a livello nazionale a BPVi;
- KNG Securities riceve il mandato dall'emittente ad agire come Lead Manager nel resto d'Europa e trasmetterà gli ordini raccolti a BPVi.

FIGURA 15 IL SINDACATO DI COLLOCAMENTO¹¹¹



Fonte: Banca Popolare di Vicenza

bookrunner, accentrando in tal modo l'insieme di tutti gli ordini di acquisto proposti dagli investitori istituzionali. Nel caso di operazioni di emissione particolarmente complesse, il lead Manager del consorzio di collocamento è affiancato da uno o più co-lead manager che svolgono funzioni direttive e di coordinamento. Al lead manager spetta anche lo svolgimento della due diligence con la quale si intendono tutte le attività di acquisizione delle informazioni necessarie per la preparazione della documentazione richiesta dalla prassi operativa e dalla normativa in merito ad una operazione di emissione di strumenti finanziari. Fonte: www.borsaitaliana.

111 Banca Popolare di Vicenza, *La Piattaforma "MiniBond" di Popolare di Vicenza. Una nuova opportunità di finanziamento per le PMI italiane*, presentazione di ottobre 2014, www.bocconialumni.it.

Le operazioni da sottoporre agli investitori professionali vengono selezionate non tanto su valori quantitativi, ma sul tipo di operazione in sé, prediligendo imprese in crescita e con un piano industriale importante. Possono comunque essere individuati dei parametri di riferimento, che riguardano un fatturato minimo di 20 milioni di euro, e un rapporto PFN/EBITDA¹¹² tra 2 e 5. E' richiesto inoltre che il bilancio sia certificato.

La Banca, per policy, non prende in esame le operazioni legate a società operative in settori non etici, nel real estate, nel settore finanziario o qualora sia una start up e per quanto riguarda il segmento delle energie rinnovabili predilige il comparto idro-elettrico.

Nel caso in cui vi sia un interesse concreto da parte di un cliente o potenziale cliente si procede alla redazione di un report di presentazione della società che viene valutato da un comitato tecnico della banca. Se valutato positivamente e se la società emittente firma il relativo mandato a BPVi, si passa alla fase di due diligence condotta da un team interno di analisi. Nel contempo viene redatta una lettera di intenti nella quale vengono definite le caratteristiche principali del minibond e la banca si impegna in maniera vincolante a concludere l'operazione. Partecipano a queste attività advisor legali e fiscali che affiancano la società e la banca nella redazione della documentazione.

L'emittente deve quindi essere soggetto a rating da parte di Cerved, passaggio molto importante poichè possono accedere alla piattaforma Mini-Bond di BPVi solamente le società che hanno raggiunto un giudizio pari o superiore a B1.2, cioè classificate come Investment Grade (area di solvibilità e sicurezza), come ben visibile in FIGURA 16.

112 Si tratta del rapporto tra PFN (Posizione Finanziaria Netta), ovvero l'indebitamento netto dell'impresa espresso dal saldo tra fonti ed impieghi finanziari ed l'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization - utili prima degli interessi, delle imposte, del deprezzamento e degli ammortamenti, detto anche MOL: margine operativo lordo) e permette di misura la copertura dei debiti finanziari con i margini operativi creati dall'azienda: maggiore sarà il valore del ratio, maggiore sarà la solvibilità dell'azienda.

FIGURA 16 - SCALA DI RATING ELABORATA DA CERVED GROUP¹¹³

Cerved Rating	3y Avg Cumulative Default Rates (from 2005 to 2012)	S&P Equivalent Rating	Moody's Equivalent Rating	
A1.1	0,00%	AAA	Aaa	Investment Grade
A1.2	0,00%	AA+ / AA	Aa1 / Aa2	
A1.3	0,00%	AA-	Aa3	
A2.1	0,00%	A+	A1	
A2.2	0,15%	A	A2	
A3.1	0,25%	A-	A3	
B1.1	0,73%	BBB+ / BBB	Baa1 / Baa2	Sub IG
B1.2	1,77%	BBB-	Baa3	
B2.1	4,23%	BB+ / BB	Ba1 / Ba2	
B2.2	8,06%	BB-	Ba3	
C1.1	15,18%	B+ / B	B1 / B2	
C1.2	28,16%	B-	B3	
C2.1	43,23%	CCC / C	Caaa / Ca / C	

Portafoglio
MiniBond di BPVI

Rating Esclusi

Fonte: Cerved Group

Una volta ottenuto il rating (che diventa pubblico come da normativa) si passa alla stesura del documento di Ammissione e del Regolamento del prestito con i termini e le condizioni definitive del Minibond.

A questo punto si avvia il processo di collocamento che prevede la comunicazione al mercato e la presentazione dell'operazione a investitori professionali, sia attraverso incontri mirati con il management dell'azienda, sia attraverso road show che possono anche esser trasmessi in streaming attraverso siti web specializzati (per esempio la Management Presentation del collocamento di SIPCAM SPA e' disponibile al link http://www.finanzaonline.com/Minibond_Roadshow/Sipcam).

La fase finale del processo, definita closing, si conclude con il collocamento e la

113 Banca Popolare di Vicenza, *La Piattaforma "MiniBond" di Popolare di Vicenza. Una nuova opportunità di finanziamento per le PMI italiane*, presentazione di ottobre 2014, www.bocconialumni.it.

sottoscrizione del Mini Bond presso gli investitori professionali con relativo incasso dei proventi e con la quotazione dello strumento finanziario sul mercato Extra Mot Pro di Borsa Italiana. Quest'ultimo passaggio della quotazione è facoltativo a livello di normativa ma obbligatorio per BPVi.

Il processo di collocamento può così essere sintetizzato lungo un arco temporale di un mese circa (FIGURA 17):

FIGURA 17: IL PROCESSO DI COLLOCAMENTO¹¹⁴



Fonte: Banca Popolare di Vicenza

Per quanto riguarda l'emissione di minibond, BPVi, in qualità di arranger, offre una garanzia di collocamento del 100% su operazioni fino a 25 milioni di euro, per quelle superiori almeno il 50%: si impegna cioè a sottoscrivere i titoli obbligazionari in emissione nel caso in cui questi non siano completamente sottoscritti dagli investitori professionali nei limiti dell'importo garantito. Inoltre si impegna a mantenere nel proprio portafoglio e fino alla scadenza almeno il 5 % di ogni emissione.

Nel dettaglio (FIGURA 18) le prime 8 emissioni di Mini Bond avvenute nel 2014 da

114 Banca Popolare di Vicenza, *La Piattaforma "MiniBond" di Popolare di Vicenza*

parte di BPVi:

FIGURA 18: LE PRIME 8 EMISSIONI DI MINIBOND



Come si può notare le emissioni variano per ammontare emesso da un minimo di 5,4 milioni di Euro fino ad un massimo di 50 milioni di Euro con scadenza media di 5 anni e flusso cedolare dello 6,20 %.

Banca Popolare di Vicenza è quindi riuscita ad imporsi come una delle realtà più dinamiche, avendo già raggiunto una quota di mercato nel 2014, pari al 43% in termini di volumi nel segmento di emissione 5-50 milioni di euro.

Nello specifico caso di Rigoni di Asiago, società con sede in Asiago specializzata nella produzione di marmellate e miele biologici, i fondi in oggetto sono stati utilizzati per incrementare la capacità produttiva all'interno di una strategia aziendale che guarda anche alla creazione di nuovi prodotti (esempio succhi di frutta) insieme al miglioramento qualitativo di quelli già esistenti e all'internazionalizzazione per incrementare ulteriormente la crescita.

I mini-bond hanno così permesso di incrementare la capacità produttiva attraverso un nuovo impianto produttivo nei terreni di proprietà ad Albaredo d'Adige (VR) e completare gli investimenti in Bulgaria, effettuati tramite le controllate Ecoterra e Biofrutta, dove avviene la coltivazione biologica delle materie prime utilizzate direttamente nel processo produttivo.

L'esperienza di emissione di mini-bond, oltre a garantire il reperimento di nuove risorse stabili in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, permette all'azienda implementare il proprio piano industriale e maturare esperienza nel dialogo con gli investitori professionali. In questo modo nel caso in cui l'azienda decidesse di passare allo step successivo della quotazione in borsa potrebbe massimizzarne il massimo valore in quanto azienda già nota al mercato degli investitori e affacciarsi al mercato internazionale.

3 NUOVI ECOSISTEMI DI BUSINESS A SOSTEGNO DELL'INNOVAZIONE E DELLA IMPRENDITORIALITA'

3.1 Innovazione e tecnologia nelle PMI

L'innovazione rappresenta un driver per la crescita e il rilancio dell'economia: gli investimenti in innovazione e nelle competenze di eccellenza, come dimostrato da recenti studi, possono permettere di avviare un processo di crescita sostenibile nel lungo periodo. La ricerca "European competitiveness report 2014" svolta dalla Commissione Europea ha infatti evidenziato come le imprese innovative siano portatrici di alti livelli di produttività e di occupazione. In particolare le imprese che investono in innovazione di prodotto creano più occupazione rispetto a quelle che innovano in altri campi (es. innovazioni di processo e delle strutture organizzative), tale innovazione inoltre contribuisce alla crescita dell'occupazione nei periodi di espansione economica e contribuisce a proteggerla nei periodi di recessione. Tale tendenza è confermata dall'indagine condotta da Intesa Sanpaolo¹¹⁵ basata su un campione di 43 mila imprese: tra il 2008 e il 2013 la riduzione di fatturato è stata del 9% per le imprese che non hanno depositato dei brevetti e solo del 3% per quelle innovatrici e nel 2013 le imprese che hanno sviluppato nuovi prodotti hanno assunto più giovani fino a 29 anni rispetto a quelle senza innovazioni. Oltretutto queste imprese riescono a trasferire i loro know how e la loro tecnologia attraverso lo scambio di personale e tecnici lungo la filiera dei subappaltatori.

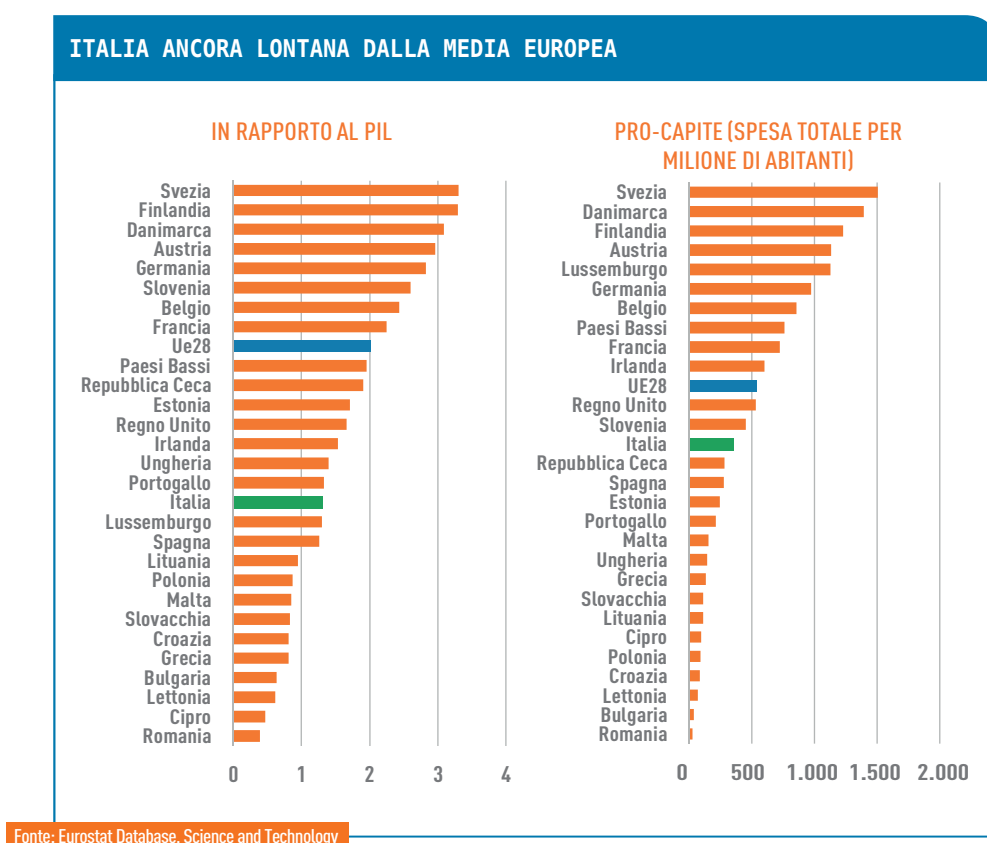
L'innovazione quindi deve essere intesa come una leva fondamentale per la competitività delle nostre imprese che devono affrontare la sfida e l'opportunità di un mercato globale.

115. Intesa Sanpaolo, *L'innovazione, un fattore di crescita durante la crisi*, 2014

Le imprese italiane presentano ancora, nonostante gli sforzi compiuti negli ultimi anni, un gap innovativo a confronto con quelle europee: basti pensare che in Italia la spesa in ricerca e sviluppo (R&S) nel 2013 ha avuto un incidenza percentuale sul Pil che risulta pari all'1,31% a fronte di una media europea del 2% con una spesa procapite di 356 euro a fronte di una media di oltre 500 euro¹¹⁶ (FIGURA 19).

Tra le cause di questo nostro ritardo possiamo individuare la difficoltà da parte delle nostre imprese, frammentate in una moltitudine di piccole imprese, a sostenere gli elevati costi e i rischi che derivano dall'attività di ricerca e sviluppo.

FIGURA 19: SPESA IN R&S NEI PAESI UE28, ANNO 2013¹¹⁷



116 ISTAT, *Il benessere equo e sostenibile in Italia*, rapporto 2015, cap.11 Ricerca e Innovazione.

117 *Ibidem*

Anche se l'Italia presenta un gap in termini assoluti rispetto al contesto Europeo in termini di spesa in innovazione essa dimostra comunque una certa propensione agli investimenti innovati, spesso anche informali e non contabilizzati, dato confermato dall'analisi del trend interno al paese che fanno sperare in un risveglio tecnologico.

Dall'ultima indagine Eurostat per il triennio 2010-2012 l'Italia presenta il 56,1% di imprese innovative, al quarto posto nella classifica europea, così come appare elevata, al 68%, la quota di imprese manifatturiere innovative ad alta intensità tecnologica, dietro alla Germania (87%) ma davanti a Francia (61%), Spagna (57%) e Regno Unito (57%).

Recentemente la politica industriale ha già messo in campo una serie di interventi volti a sviluppare gli investimenti in innovazione ma per promuovere ulteriormente le nostre PMI occorrono ulteriori sforzi, sforzi che il Garante per le micro, piccole e medie imprese¹¹⁸ ritiene vadano sviluppati lungo tre direttrici principali:

- programmare l'introduzione di nuove tecnologie e di un ammodernamento dei mezzi di produzione per le imprese che operano nei settori maturi (alimentare, casa, tessile, abbigliamento, calzature) per aiutarle a non perdere la competitività che le ha fatte contraddistinguere negli anni nel panorama mondiale;
- programmare una politica di sviluppo dei settori più innovativi e della new manufacturing (filiera dell'ICT, bio-tecnologie, nuovi materiali, additive manufacturing etc.);
- sostenere maggiormente i centri di R&S per favorire maggiormente l'incontro tra la domanda e l'offerta di innovazione tra le imprese,

118 Ministero dello Sviluppo Economico, Garante per le micro, piccole e medie imprese, Relazione al presidente del Consiglio (articolo 17, comma 1, legge 11-11-2011 n. 180 "Norme per la tutela della libertà d'impresa. Statuto delle Imprese"), 2015.

promuovendo una maggiore partnership tra pubblico e privato e favorendo la creazione di un network di livello nazionale per favorire le sperimentazioni anche rendendole liberamente accessibili a tutti.

3.1.1. Le start up innovative

Durante la crisi la maggior perdita di posti di lavoro in quasi tutti paesi dell'OCSE¹¹⁸ è attribuibile al ridimensionamento delle imprese mature mentre le aziende più giovani e dinamiche hanno concorso per quasi la metà alla creazione di nuovi posti di lavoro creati nel settore privato. Negli ultimi anni le politiche industriali in Italia hanno cercato quindi di creare un ambiente favorevole alla nascita e allo sviluppo di nuove imprese a forte connotazione tecnologica arrivando così, con il Decreto crescita 2.0¹¹⁹, alla definizione di start up innovativa e all'emanazione di un quadro normativo a sua tutela in termini di agevolazioni fiscali, accesso al credito, internazionalizzazione volti a costituire un vero e proprio ecosistema per l'incubazione e lo sviluppo.

La start up innovativa viene così definita¹²⁰ come una società di capitali, costituite anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, il cui contenuto innovativo deve essere garantito dalla presenza di almeno uno di tre elementi:

1. almeno il 15% del maggiore tra fatturato e costi annui è ascrivibile ad attività di ricerca e sviluppo;
2. la forza lavoro è costituita per almeno 1/3 da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori, oppure per almeno 2/3 da soci con laurea magistrale;

119. OCSE, Organismo internazionale per la cooperazione e lo sviluppo economico.

120. Decreto Legge n 179/2012 convertito con L. 221/2012.

121. Ibidem

3. l'impresa è titolare, depositaria o licenziataria di un brevetto registrato (privativa industriale) oppure titolare di programma per elaboratore originario registrato.

Da quando la legge è stata resa operativa (ottobre 2012) si è passati da una media di 70 iscrizioni al mese nei registri camerali ad una media di 97,3 iscrizioni mensili rilevate nel 2014 per un totale di 5.143 start up innovative iscritte al 31 dicembre 2015. Si tratta di imprese piccole con un valore medio della produzione di 113 mila euro.

Sotto il profilo settoriale, il 72% delle start up innovative fornisce servizi alle imprese (in particolare, prevalgono le seguenti specializzazioni: produzione software e consulenza informatica, 29,9%; attività di R&S, 15,4%; attività dei servizi d'informazione, 8,1%), il 19% opera nei settori dell'industria in senso stretto (fabbricazione di computer e prodotti elettronici e ottici, 4%; fabbricazione di macchinari, 3,4%; fabbricazione di apparecchiature elettriche, 2,2%); il 4,2% delle start up opera nel commercio. Sono 1.939 le start up con dipendenti che impiegano, dati a fine settembre 2015, 5.351 persone con una media di 2,8 dipendenti per ogni impresa¹²².

122. InfoCamere, *Startup Innovative, Report con dati strutturali 4^ trimestre 2015*, 01 gennaio 2016

3.2. Il progetto AdottUp di Banca Intesa Sanpaolo e Confindustria

Il nostro tessuto produttivo è caratterizzato dalla convivenza tra imprese produttive e innovative e tra imprese invece poco efficienti e ritardatarie che, per stimolare la crescita dovrebbero trasferire risorse ed energie dalle prime alle seconde in modo tale da contaminarsi¹²³. Le aziende italiane innovative sono ad oggi ancora poco coinvolte in progetti di collaborazione tra di loro: la ricerca condotta dall' Aspen Institute¹²⁴ Italia evidenzia che soltanto un 10% delle nostre imprese sviluppa progetti di collaborazione per l'innovazione con altre imprese, dato che scende ulteriormente al 3% per i progetti a contaminazione internazionale.

Questo lo scenario nel quale si innesta l'offerta ad hoc sviluppata da Piccola Industria Confindustria in collaborazione con Intesa Sanpaolo¹²⁵, volta a colmare tale gap. Il programma, operativo da aprile 2013, prende il nome di AdottUp (www.adottup.it) ed è finalizzato a promuovere l'incontro tra start up ad alto potenziale di crescita e le imprese già in essere. Le start up hanno così la possibilità di "essere adottate" da un'impresa in modo tale da sperimentare "la propria idea in un contesto solido e collaudato come quello d'azienda, trovare spazi o usufruire di servizi esistenti, condividere reti e canali commerciali anche internazionali, poter contare su conoscenze e competenze manageriali, nonché su eventuali supporti finanziari"¹²⁶. Dal canto loro le PMI, diventando degli incubatori di idee, hanno l'opportunità di entrare a contatto con soluzioni innovative e nuove tecnologie che possono utilizzare per migliorare i prodotti e i processi produttivi, esternalizzare la R&S, nonché per diversificare la propria attività e ricercare nuovi modelli di

123. Varaldo R. *La nuova partita dell'innovazione. Il futuro dell'industria in Italia*, il Mulino, 2014

124. L'Innovazione come chiave per rendere l'Italia più competitiva, 2014, Aspen Institute Italia.

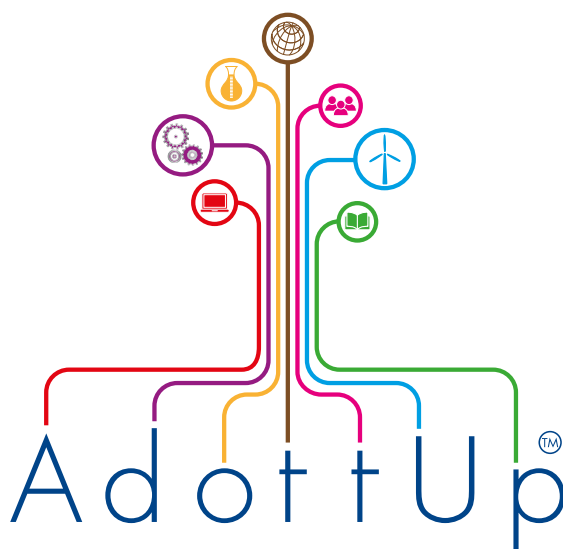
125. www.adottup.it

126. Intesa Sanpaolo Spa, Piazza San Carlo 156, 10121 Torino, PIVA10810700152, capitale sociale Euro 8.731.874.498,36 i.v.

business. Si può parlare quindi di un ecosistema di *business*: un sistema dove i vari attori stringono delle relazioni ad alta dipendenza dalle quali , attraverso un vero e proprio processo di osmosi, i soggetti possono ricavare dei benefici dall'acquisizione di competenze fin'ora a loro non familiari.

Non a caso, come simbolo del progetto, è stato scelto un albero che affonda le sue radici nella solidità di aziende esistenti dal quale nascono rami con idee innovative in vari settori (FIGURA 20).

FIGURA 20: IL MARCHIO DI ADOTTUP



Fonte: www.adottup.it

Il gruppo Intesa Sanpaolo si inserisce all'interno di tale progetto attraverso l'accordo "Una crescita possibile" ¹²⁷ stipulato con Confindustria e rinnovato a luglio 2014, che prevede un plafond di 10 miliardi e una serie di iniziative volte a supportare e rafforzare le PMI anche con iniziative trasversali come quella di AdottUp.

¹²⁷ Intesa Sanpaolo-Confindustria, *Una crescita possibile*, accordo del 21 luglio 2014, www.confindustria.it.

Nel dettaglio il progetto prevede che il contatto e la selezione delle imprese possa avvenire (FIGURA 21):

- per le **start up** attraverso la presentazione della propria idea di impresa (tradizionale e non) nel sito Officine Formative (www.officineformative.it) iniziativa sempre dal Gruppo Intesa Sanpaolo. Attraverso tale sito gli aspiranti imprenditori possono acquisire on-line le competenze di base per la creazione di una start up (programma "Think it") mentre le idee migliori saranno selezionate del Comitato congiunto Intesa Sanpaolo – Confindustria e parteciperanno gratuitamente al programma "Make it", programma ad alta formazione con spazi di lavoro per il team. La sessione dei corsi di formazione gratuita è erogata durante 2/3 week-end con possibilità di collegamento multipoint. Una volta pronte le idee selezionate saranno inserite nella "Vetrina delle migliori idee" sul sito AdottUp (www.adottup.it) e pubblicizzate all'interno del Sistema di Confindustria e Banca Intesa tramite iniziative e road show territoriali per un'eventuale adozione;
- per le **imprese** intenzionate ad adottare una start up verificando la presenza di progetti interessanti nella "Vetrina delle migliori idee" del sito AdottUp e manifestando il proprio interesse attraverso la registrazione al sito e compilando la propria candidatura. Una volta ricevute le richieste queste saranno valutate da Confindustria mentre Banca Intesa avrà il compito di mettere in contatto le due realtà imprenditoriali.

L'iniziativa Officine formative nasce dalla condivisione del patrimonio di conoscenza acquisito dal Servizio Formazione interno del Gruppo Banca Intesa e rappresenta una vera e propria scuola di impresa dove gli aspiranti imprenditori possono acquisire le competenze di base per la creazione di una start up: un vero e proprio laboratorio dove imparare a "fare impresa".

FIGURA 21: IL PERCORSO DELLA SELEZIONE DELLE MIGLIORI IDEE



Fonte: www.adottup.it

Attraverso questo sistema la banca assume il ruolo, più che di incubatore di idee, di accompagnatore dei futuri startupper nel percorso di fondazione e sviluppo dell'impresa, fornendo loro tutte le conoscenze economiche, manageriali e giuridiche necessarie. I corsi avanzati offerti alle migliori idee selezionate (percorso Make it) sono di vario tipo (FUGURA 21) e variano dallo sviluppo di un business plan per valutare la validità e l'efficacia di una idea e come curarne lo sviluppo, al reperimento delle risorse finanziarie, quindi come presentare la propria idea ai potenziali investitori e le modalità di finanziamento possibili, alle strategie di marketing fino agli aspetti legali relativi alla tutela delle innovazioni. La banca, aiutando gli startupper a formalizzare la loro idea, rende le nuove aziende più appetibili per il mercato e assume quindi il nuovo ruolo di facilitatore del matching tra le varie imprese affinché queste possano contaminarsi

FIGURA 22 : I CORSI AD ELEVATA FORMAZIONE DI OFFICINE FORMATIVE

I nostri corsi



Fonte: www.officineformative.it

cooperando tra di loro con beneficio per tutti: per le start up che possono apprendere sul campo cosa vuole dire “fare impresa” ed eventualmente esser sostenute, anche economicamente, dall’impresa adottante e per le aziende che possono sfruttare la “freschezza” dei giovani talenti grazie a progetti innovativi, nuove competenze in ambito tecnologico e manageriale, professionalità con formazione universitaria e nuovo entusiasmo.

Secondo il vademecum stilato da Confindustria, per le piccole e medie imprese le modalità di adozione possono essere principalmente di tre tipi:

- condivisione di servizi e di assistenza, ad esempio spazi fisici, attrezzature uso di macchinari, trasporti, supporto manageriale, aiuto nello sviluppo di relazioni con potenziali fornitori/acquirenti, che può essere a costo agevolato o gratuito;

- sviluppo di una partnership commerciale e produttiva attraverso rapporti di collaborazione con la start up in qualità di fornitori o clienti;
- sviluppo di una partnership finanziaria fornendo capitali di rischio a sostegno del progetto in cambio di quote societarie.

Banca Intesa inoltre, non dimenticando la propria attività principe di esercizio del credito, ha messo a disposizione delle linee di credito mirate per supportare imprese adottanti e adottate in questo specifico progetto. In particolare l'offerta prevede:

- per le start up finanziamenti per lo sviluppo del progetto concedibili entro 24 mesi dall'inizio dell'attività (o 48 mesi nel caso di start up innovative);
- per le aziende che adottano finanziamenti per supportare:
 - l'acquisto di tecnologia e conoscenza offerti dalle start up innovative;
 - l'acquisto di partecipazioni nella start up adottata;
 - l'integrazione verticale e i rapporti di fornitura con la start up.

Da settembre 2015 Banca Intesa ha inoltre creato una nuova piattaforma per lo scambio di tecnologia (www.tech-marketplace.com) attraverso la quale promuovere ulteriormente il contatto tra imprese, anche in forma di start up, per favorire l'incontro tra domanda e offerta di tecnologia.

I primi dati forniti da Adottup, relativi al periodo aprile 2013 – dicembre 2014, sono incoraggianti e vedono:

- **189** candidature raccolte provenienti da tutta Italia;
- **65** startup selezionate e contattate per approfondimenti;
- **30** selezionate per partecipare ai corsi di alta formazione erogati da Officine formative del Gruppo Intesa Sanpaolo;

- **56** selezionate e diffuse nel Sistema con la «Vetrina delle migliori idee» online (www.adottup.it)

Si sono poi concretizzate delle adozioni per le quali riportiamo alcuni casi ritenuti interessanti che mettono in luce l'insolito ruolo svolto dalla banca nello sviluppo di nuovi business.

3.2.1. Il caso Bluesquare srl e l'adozione da parte di Push srl

Bluesquare srl¹²⁸ è un'iniziativa imprenditoriale napoletana nata dall'idea di Monica Gemelli di sviluppare bottoni speciali e innovativi per il settore della moda, che fossero in grado di offrire nuove funzionalità e allo stesso tempo fossero di design. Il progetto, nato a marzo 2012 e basato su sistemi di cucitura rapida di bottoni e di trasformabilità degli stessi, viene proposto da Monica a Campania Innovazione Spa che lo seleziona ed entra a far parte dell'incubatore Creative Factory 2013. L'idea si concretizza nell'aprile del 2013 con la costituzione di Bluesquare srl e l'iscrizione con la qualifica di start up innovativa nell'apposito registro delle Imprese. L'azienda, grazie al programma Start N'up promosso dall'Unione Industriali di Napoli e l'Università Federico II per l'accelerazione e lo sviluppo delle start up locali, viene messa in contatto con l'iniziativa Officine Formative promossa da Intesa SanPaolo. Qui l'azienda, a seguito di una selezione da parte dell'Istituto, entra nel percorso formativo gratuito "Makeit" per permetterle di sviluppare, elaborare e trasformare l'idea in un business in modo tale da potersi presentare al meglio al mercato e a potenziali investitori. L'azienda partecipa quindi a sei corsi altamente formativi (Business modeling, Legal & contracts, IP Protection & Innovation Management, Business plan, Market&Go To Market, Digital Marketing) tenuti da Officine Formative a Napoli tra novembre e

128. Bluesquare srl, PIVA 07480211213, Pallonetto a Santa Chiara 32, Napoli

dicembre 2013. Ora Bluesquare è in grado di presentare in maniera appetibile il proprio progetto e viene quindi selezionata dal Comitato congiunto Intesa Sanpaolo – Confindustria per poter partecipare al progetto AdottUp. L'idea viene inserita nella "Vetrina delle migliori idee" del sito AdottUp corredata da una presentazione del progetto e da una video intervista sviluppate nell'ambito del percorso Officine Formative per poter essere individuata e scelta da una potenziale PMI adottante.

Il progetto iniziale promosso nella "Vetrina delle migliori idee" prevedeva la realizzazione di un bottone a fissaggio rapido con il filo da cucitura già montato a soli fini estetici da commercializzare a imprese produttrici di capi di abbigliamento che in tal modo avrebbero potuto offrire un bottone di cortesia a cucitura rapida in caso di caduta dei bottoni cuciti in maniera classica.

Grazie alla presentazione pubblicata sul sito AdottUp l'azienda Push srl¹²⁹ di Nola decide di candidarsi come tutor inviando la propria richiesta nella bacheca della "Vetrina delle migliori idee" che, una volta vagliata da Confindustria, viene inviata a Banca Intesa, la quale provvede a fornire i dati ricevuti alla startup, in modo che quest'ultima possa mettersi in contatto con il potenziale tutor. E' così che Bluesquare viene scelta e adottata da Push srl, azienda di Nola attiva dal 1993 guidata dall'amministratore delegato Carlo Casillo e specializzata nella produzione e vendita di abbigliamento di qualità con il marchio Hanita. L'azienda Push srl è un'attività in forte sviluppo che ha visto un incremento delle vendite di oltre il 50% nel 2014 per arrivare ad un fatturato di 10 milioni di euro nel 2015 ed è una realtà a forte propensione per il miglioramento continuo e l'innovazione.

Push srl, vedendo le potenzialità del progetto, decide quindi di entrare nel capitale sociale della start up acquisendone una piccola quota e l'amministratore Casillo assume il ruolo di Advisor allo sviluppo organizzativo di Bluesquare.

L'adozione da parte di un'azienda di successo ha permesso alla neo-costituita di usufruire di un network di relazioni, distributori e fornitori ben consolidato nonché di sfruttare la consulenza di un'azienda che conosce bene il particolare

129 Push srl, PIVA 02960591218, Via Boscofangone, Nola (NA)

settore della moda. In questo modo Bluesquare è riuscita a finalizzare al meglio il prodotto collegandolo maggiormente al mercato rispetto all'idea iniziale di Monica Gemelli.

Dall'intervista effettuata dalla Confinsutria¹³⁰ ai due imprenditori è infatti emerso che l'impatto iniziale tra i due è stato abbastanza turbolento perché, nonostante Casillo avesse visto delle potenzialità nel progetto, lo stesso aveva bisogno di alcune correzioni. E' così che l'imprenditore, convinto che il target iniziale a cui si rivolgeva la start up fosse troppo di nicchia e quasi inapplicabile al mercato della moda, chiede a Monica Gemelli innanzitutto la produzione di alcuni prototipi e nel contempo la spinge a creare un prodotto più semplice e più appetibile al mercato internazionale affinché possa rivolgersi ad una platea di consumatori più ampia, quindi spingendola verso il mercato B2C piuttosto che al B2B¹³¹ come lei inizialmente pensava.

Da qui è nato il bottone 2.0: un bottone intercambiabile e intelligente disponibile su strisce di auto-ancoraggio interamente realizzato in un unico pezzo di silicone, materiale ecosostenibile, destinato ad essere applicato su capi di abbigliamento grazie ad una tasca interna di alloggiamento per la striscia di auto-ancoraggio.

I bottoni possono essere tolti, sia al momento del lavaggio, ma anche per personalizzare il capo di abbigliamento.

L'azienda decide quindi di lanciare sul mercato, attraverso l'e-commerce, il marchio Maganza (FIGURA 23) con una prima linea di polo da uomo chiamata Molopolo (FIGURA 24) in cotone di alta qualità a doppia asola con il kit di bottoni ad auto-ancoraggio in silicone. La polo viene venduta in confezione regalo con sei o dodici strisce di bottoni colorati in silicone disponibili in dodici colori: il bottone non è più un oggetto che diventa un tutt'uno con il capo una volta cucito ma diventa un vero e proprio accessorio per personalizzare la maglia a proprio piacimento in funzione del look adottato.

130. Tecnologia da indossare, rivista L'imprenditore, Confindustria, marzo 2015

131 Con l'acronimo B2B, *business to business*, si intendono le transazioni commerciali che avvengono tra due o più imprese per il tramite di Internet e si differenzia dal B2C, *business to consumer*, che invece indica le transazioni che avvengono tra impresa e consumatore finale sempre tramite Internet.

FIGURA 23: IL LOGO DEL MARCHIO LA MAGANZA



Il nostro brand:
La Maganza

Fonte: www.bluesquare.it

FIGURA 24: LA POLO MONOPOLO COMMERCIALIZATA DA BLUSQUARE SRL



Fonte: www.blusquaresrl.it

I modelli dei bottoni sono stati depositati e ora l'azienda ne ha presentato domanda di brevetto: l'ambizione è quella di trasformare i bottoni in silicone, che sono perfetti per contenere sensori o altri piccoli componenti tecnologici, in *weareble device*, cioè in dispositivi elettronici indossabili.

Le funzioni potenziali sono molteplici: dalla ricezione di notifiche di messaggi in entrata o di chiamate dal cellulare, alla rilevazione di dati fisiologici, fino alla fotocamera integrata. L'idea vincente è stata quindi quella di trasformare prima i bottoni in accessori sganciabili per poi inserirvi la tecnologia.

Alla domanda¹³²posta all'ad Casillo : "Qual è il valore aggiunto che state offrendo alla startup?" egli ha risposto: "Sicuramente una forte concretezza, ma anche una visione commerciale più ampia e un'esperienza nel campo dell'imprenditoria, in un settore difficile e di grande volatilità come l'abbigliamento" nonché "una strategia efficace e chiara." Dal canto proprio l'imprenditrice ha permesso di ricordare ad una azienda già esistente ma in continua crescita l'importanza della ricerca e della innovazione, anche nell'esplorare nuovi mercati e settori, sempre l'ad Casillo infatti dichiara: "L'esperienza con Bluesquare e la creazione del bottone 2.0 non è un semplice aiuto a un'azienda che muove i primi passi, ma un vero e proprio scambio di idee applicabili, spesso, in ogni campo dell'imprenditoria. Un confronto che si rivela fondamentale per sviluppare le innovazioni di cui il mercato è sempre più affamato."

Nel caso Bluesquare, l'iniziativa e il ruolo espresso da Banca Intesa è stato particolarmente importante perché, attraverso le competenze acquisite nel percorso formativo offerto, ha permesso alla start up di plasmare e presentare al meglio il proprio progetto aumentandone la possibilità di essere scelta da altre aziende; a sua volta l'adozione da parte di Push srl è stata di grande valore, più che da un punto di vista di risorse finanziarie apportate, da un punto di vista strategico permettendo alla neo costituita di canalizzare i proprio sforzi e la propria creatività sullo sviluppo di un prodotto innovativo ma allo stesso tempo semplice

132. Mondelli M., *Tecnologia da indossare*, in *L'imprenditore*, Confindustria, marzo 2015

e appetibile al mercato rispetto all'idea iniziale della fondatrice Monica troppo complesso e di nicchia.

3.2.2. Il caso Orange Fiber srl e l'adozione da parte di due imprenditori catanesi.

L'azienda Orange Fiber srl¹³³ nasce nel febbraio 2014 da un'idea sviluppata da due studentesse siciliane che condividevano lo stesso appartamento, Adriana Santoncito ed Enrica Arena, fondatrici di una delle start up italiane di maggior successo.

L'idea di partenza¹³⁴, nata nel 2011, era quella di sviluppare dalle arance un tessuto vitaminico e sostenibile per unire le passioni di entrambe le ragazze: quella di Adriana, fashion design, e quella di Enrica, laureata in Cooperazione per lo sviluppo economico con forte propensione per l'imprenditoria sociale e la sostenibilità.

Inizialmente le ragazze pensavano di utilizzare il surplus di produzione di arance del nostro paese che non viene raccolto (circa il 25% del totale) ma ben presto scoprono che in Italia, ogni anno, vengono prodotti più di 700.000 tonnellate di scarti industriali da lavorazione di agrumi.

Adriana, amante dei tessuti, inizia quindi a studiare la trasformazione delle biomasse in tessuto per poi verificarne la fattibilità con il Politecnico di Milano con il quale giunge, nell'autunno del 2012, a brevettare in Italia il tessuto innovativo, brevetto che sarà poi esteso l'anno successivo anche a livello internazionale.

Adriana ed Enrica, una volta appurata la fattibilità del progetto, decidono quindi di costituire a febbraio 2014 la società Orange Fiber srl per lo sviluppo e la diffusione di questo nuovo tessuto.

133. Orange Fiber srl, PIVA 05157720870, Sede Legale Corso Sicilia 64/A Catania (CT), Sede Operativa Via Zeno 8 Rovereto (TN).

134 Mondelli M., *Tessuti che nutrono la pelle*, in *L'imprenditore*, Confindustria, ottobre 2014.

La creazione del tessuto nasce dall'estrazione della cellulosa atta alla filatura dagli scarti degli agrumi, successivamente, attraverso le nanotecnologie, l'olio essenziale di agrumi viene fissato sui tessuti che quindi rilasciano le vitamine sulla pelle: il risultato è un tessuto bello, ecosostenibile e funzionale per il benessere del consumatore. La funzionalità accessoria delle vitamine resiste ad una ventina di lavaggi circa ma sono alla studio delle modalità di ricarica ad esempio attraverso ammorbidenti specifici¹³⁵.

Una volta ottenuto il brevetto la società inizia a partecipare a numerosi percorsi di incubazione e accelerazione che la rendono sempre più visibile e che le danno il supporto per definire e strutturare in modo imprenditoriale la brillante idea: Changemakers for Expo, il programma di accelerazione riservato alle 10 idee imprenditoriali sostenibili presentate in Expo2015, il percorso Alimenta2Talent sostenuto dal Parco Tecnologico Padano e dal Comune di Milano e a Working Capital di Telecom Italia, presso l'acceleratore di Catania.

E' qui che l'azienda abbandona l'idea iniziale di vendere il brevetto a qualche industria tessile ed abbraccia l'idea di perseguire la strada della realizzazione del prodotto.

La svolta avviene però con la candidatura da parte di Adriana ed Enrica all'iniziativa AdottUp, prima passando per la registrazione sul sito di Officine Formative del Gruppo Intesa Sanpaolo (www.officineformative.it/adottup) dove la presentazione dell'idea viene corredata da un filmato contenente una breve intervista alle due fondatrici. Il progetto viene quindi selezionato da parte del comitato congiunto Confindustria-Intesa Sanpaolo che decide di inserire il progetto nella "Vetrina delle migliori idee" oltre che presentarlo in vari eventi organizzati da Confindustria e Banca Intesa a supporto dell'imprenditorialità per aumentarne la visibilità (per esempio l'azienda partecipa al seminario tenutosi a Padova "Business Angel Starting Kit – AdottUp: Il programma per l'adozione delle

135 Mondelli M., *Tessuti che nutrono la pelle*, in *L'imprenditore*, Confindustria, ottobre 2014.

StartUp"). Nel frattempo, avendo passato la selezione, Orange Fiber partecipa alla formazione di alto livello "Make it" offerta da Banca Intesa tramite Officine Formative che le permette di affinare ulteriormente il business. L'idea presentata dall'azienda, corredata di brevetto, è molto interessante e ben presto Banca Intesa riceve una manifestazione di interesse da parte di due imprenditori catanesi. Una volta effettuate le opportune verifiche sui potenziali tutor candidatisi assieme a Confindustria, Banca Intesa mette in contatto Orange Fiber con i due imprenditori che decidono di entrare nella società rilevando il 10% delle quote.

La stessa Enrica, intervistata¹³⁶ da Confindustria, relativamente al valore aggiunto del progetto AdottUp spiega: "ci ha dato una serie di importanti possibilità di crescita e di sviluppo del prodotto. In una prima fase siamo state coinvolte in una serie di eventi e presentazioni del progetto, che ci hanno messo in contatto con importanti realtà industriali ed imprenditoriali. Successivamente, attraverso il progetto, siamo entrate in contatto con i nostri primi due investitori privati. Entrambi imprenditori siciliani associati a Confindustria, che contribuiscono al progetto – oltre che con l'apporto finanziario – con un'iniezione continua di entusiasmo, professionalità e dedizione allo sviluppo delle attività strategiche e operative."

Grazie a questa spinta e alla vincita del bando bando Seed Money di Trentino Sviluppo¹³⁷ (non a caso la società ha una sede operativa qui) viene prodotto il primo prototipo che viene presentato in anteprima il 16 settembre 2014 all'Expo Gate di Milano nella giornata della Vogue Fashion Night Out. In tale occasione il tessuto presentato è stato ottenuto unendo l'esclusivo filato di acetato da agrumi alla seta, in due varianti: raso tinta unita (color seta naturale) e pizzo (color naturale e nero), insieme a tre varianti di filato di colore giallo, verde lime e arancio (vedi FIGURA 25).

136 Rubino M., *Orange Fiber, vestirsi con gli scarti delle arance. In Italia si può, quando c'è stoffa*, in La Repubblica, 4 ottobre 2014, www.larepubblica.it

137. Trattasi di bando cofinanziato dalla Provincia di Trento e dalla Comunità Europea finalizzato a promuovere la diffusione di iniziative imprenditoriali innovative. Fonte www.trentinosviluppo.it

FIGURA 25 - IL TESSUTO E I FILATI PRODOTTI DA ORANGE FIBER



Fonte: www.orangefiber.it

A dicembre 2015 la società, grazie ai fondi privati apportati dai soci conosciuti in Adottup e al loro network di conoscenze e contatti e grazie ai fondi del bando Smart & Start di Invitalia¹³⁸, è riuscita a realizzare il primo impianto pilota per l'estrazione della cellulosa dal pastazzo¹³⁹ di agrumi idonea alla filatura dei tessuti sostenibili e innovativi. L'impianto ha sede a Caltagirone, all'interno dello stabilimento di una nota industria di spremitura di agrumi con la quale ha stretto un accordo di collaborazione. Le imprenditrici si augurano che questo sia il punto di partenza di uno sviluppo su scala industriale del loro progetto grazie a importanti partnership strette nel corso di questi anni con i vari attori della filiera produttiva: infatti il prossimo traguardo sarà quello di lanciare una collezione di tessuti con un brand di moda che condivida i valori di sostenibilità, made in Italy e benessere per poi puntare all'internazionalizzazione¹⁴⁰.

138. Smart&Start Italia è un incentivo del Ministero dello Sviluppo Economico per sostenere la nascita e la crescita delle start-up innovative ad alto contenuto tecnologico. Fonte: www.smartstart.invitalia.it

139. Il pastazzo è il residuo umido di scarto derivante dalla produzione industriale del succo di agrumi. Fonte: <http://www.orangefiber.it/pastazzo-dagrumi-da-problema-a-risorsa/>

140 Fonte: <http://www.orangefiber.it/2-amiche-unidea-un-sogno-comune-orange-fiber/>

Di recente (febbraio 2016) l'azienda si è aggiudicata il quarto posto tra i cinque progetti vincitori della Global Change Award 2015, l'iniziativa lanciata dall'organizzazione no-profit H&M Conscious Foundation nel 2015 con l'obiettivo di ricercare idee innovative moda per salvaguardare il nostro pianeta. Orange Fiber si è fatta notare tra 2.700 idee provenienti da tutto il mondo e si è aggiudicata un premio in denaro per 150.000 euro e un anno di accelerazione presso il KTH Royal Institute of Technology di Stoccolma¹⁴¹.

Banca Intesa, selezionando il progetto Orange Fiber, ha permesso quindi alla start up, che presentava un progetto già plasmato e corredato di brevetto, di aumentare la propria visibilità e, assieme a Confindustria, ha svolto un ruolo di collettore tra l'azienda stessa e il mondo imprenditoriale permettendole di ottenere un partner finanziario (grazie ai due imprenditori catanesi che ne hanno acquisito parte delle quote) che è stato indispensabile per la realizzazione del prototipo da presentare all'Expo di Milano ma permettendole anche di entrare in contatto con un network di produttori/distributori della zona di Catania che hanno partecipato alla realizzazione del primo estrattore di cellulosa.

3.2.3. Leaf e l'adozione da parte di Venetronic

L'azienda Leaf Energeering¹⁴² nasce a San Vito al Tagliamento (PN) nel 2009 per volontà di quattro amici, Dario Longo, Marco Fruscalzo, Marco Lamonato, Maurizio Minuti, ingegneri provenienti da esperienze lavorative diverse ma con una passione comune: il mercato dell'energia e le sue tecnologie.

L'idea alla base del progetto si è sviluppata osservando la realtà del mercato delle energie alternative, in particolare partendo dallo studio delle soluzioni

141 Fonte: <http://startupitalia.eu/1296-20160212-orange-fiber-global-change-award-hm>

142 Leaf Energeering srl, PIVA 01742700931, sede Legale Via Forgarina 7 San Vito al Tagliamento (PN), <http://www.leaf-energeering.com>

tecnologiche già esistenti per produrre energia da fonte solare e dalle esigenze manifestate dagli utenti di questi impianti, sia residenziali che industriali, di ottenere un risparmio in bolletta grazie all'energia autoprodotta.

I soci, consapevoli di muoversi all'interno di un mercato notevolmente ridimensionato in termini di volumi e numeri a seguito della crisi congiunturale e al venir meno degli incentivi in conto esercizio sulla produzione (cosiddetto Conto energia¹⁴³) che lo avevano alimentato, decidono di sviluppare nuove tecnologie di facile utilizzo per la gestione intelligente dell'energia, con l'obiettivo di rendere la produzione di energie rinnovabili più efficiente e più accessibile al consumatore¹⁴⁴.

Iniziano così a sviluppare la loro idea di notte, visto che di giorno ognuno aveva la propria occupazione, negli spazi affittati nell'incubatore Fornace di Asolo per produrre le prime schede elettroniche e decidono, grazie alle attività di promozione svolta sul territorio da parte di Banca Intesa e Piccola Confindustria, di iscrivere nel 2013 il proprio progetto presso il sito Officine Formative.

Il progetto viene quindi selezionato da parte del comitato congiunto di Confindustria-Banca Intesa Sanpaolo che lo inserisce nella "Vetrina delle migliori idee" in attesa di un potenziale tutor. A proporsi come partner, per il tramite di Banca Intesa, è VeNetWork¹⁴⁵, una società per azioni con capitali privato a cui hanno preso parte una cinquantina di imprenditori veneti con lo scopo di sviluppare opportunità produttive e finanziarie aiutando le aziende del territorio a crescere attraverso la promozione della cultura d'impresa, il finanziamento e lo sviluppo di nuove attività, sia manifatturiere che di servizio¹⁴⁶.

143. Il Conto Energia è stato introdotto dalla direttiva comunitaria 2001/77/CE, si tratta di un meccanismo che premia con tariffe incentivanti l'energia prodotta dagli impianti fotovoltaici per un periodo di 20 anni, l'ultimo Conto Energia (il quinto) è cessato a luglio 2013. Fonte: www.gse.it

144. Gli ingegneri dell'energia, Martina Mondelli, rivista L'imprenditore, Confindustria, dicembre 2014

145. VeNetWork SpA PIVA 03686250246 Sede Legale ed Operativa: Via Miranese, 91 Mestre (VE), <http://www.venetwork.it>

146. Fonte: <http://www.venetwork.it>

VeNetWork, credendo nel potenziale di Leaf, decide di entrare nel capitale della start up acquisendo l'80 % del capitale sociale attraverso la società controllata Venetronic.

Grazie alla spinta economica ricevuta i soci riescono finalmente a sviluppare e a lanciare sul mercato nel 2014 il microinverter 500, un dispositivo elettronico ad alta tecnologia per sistemi fotovoltaici, che permette di gestire l'interazione con la rete elettrica in maniera intelligente, efficiente e razionale, così da minimizzarne eventuali scompensi locali. A differenza dei classici inverter utilizzati solitamente negli impianti di pannelli solari, il Microinverter 500 garantisce la conversione di energia direttamente sul singolo pannello solare permettendone quindi una maggiore resa aumentando la produzione complessiva dell'impianto. Rendendo in pratica ogni singolo pannello indipendente (FIGURA 26) si evitano degradi dovuti all'alta tensione che altrimenti ricadrebbe su tutto l'impianto e garantendone la funzionalità anche in caso di guasto di un singolo pannello. In questo modo diminuiscono le spese di manutenzione e si raddoppia la durata media di vita degli impianti (da 10 a 20 anni).

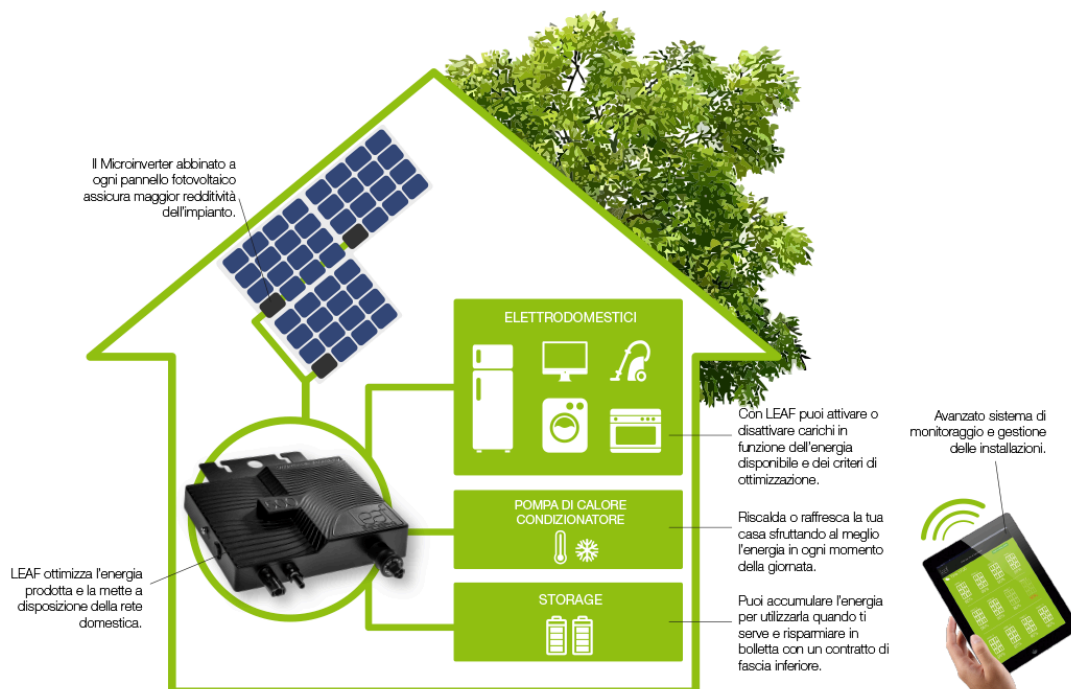
FIGURA 26: IL CLASSICO INVERTER E IL MICROINVERTER A CONFRONTO



Fonte: <http://www.leaf-engeering.com/perche-il-microinverter/>

Gli impianti diventano quindi più efficienti, ad alta resa e di lunga durata con notevole risparmio per l'utente oltre a poterli facilmente gestire tramite un facile sistema di monitoraggio (FIGURA 27).

FIGURA 27 - IL SISTEMA COMPLETO LEAF



Fonte: <http://www.leaf-energeering.com/leaf-ecosystem/>

Attualmente l'azienda sta studiando il lancio di un Microinverter più piccolo visto il successo del primo. I soci infatti sono molto soddisfatti delle quote di mercato acquisite e contano di chiudere l'esercizio 2015 con un fatturato di 2 milioni di Euro per raggiungere i 10 milioni entro i tre anni¹⁴⁷.

Marco Fruscalzo, uno dei cofondatori, riferendosi all'importanza del progetto Adottup dichiara che "il sostegno economico ricevuto è stato fondamentale per sviluppare il nostro progetto, ma altrettanto strategico è l'approccio basato sulla leadership collettiva e sulla managerizzazione che caratterizza questa rete di imprenditori che si mettono in gioco al nostro fianco trasmettendo il loro know-how"¹⁴⁸.

147 Corriere Imprese, *Così ti salvo i pannelli solari*, 16/03/2015

148 Mondelli M., *Gli ingegneri dell'energia*, in *L'imprenditore*, Confindustria, dicembre 2014.

Dalla parte dell'impresa adottante Alberto Baban, presidente di VeNetWork e di Piccola Industri Confindustria, spiega così il perché abbia deciso di adottare la start up: "LEAF mi è piaciuta subito perché presenta un sistema scalabile in piccoli e grandi impianti, facile da installare con il sistema plug-in e corredato da un sistema di monitoraggio che quantifica l'energia prodotta. L'insieme di queste intelligenze sono l'alchimia perfetta per fare a LEAF una prospettiva di successo"¹⁴⁹.

La visibilità ottenuta e l'innovazione creata hanno permesso a LEAF di vincere, assieme ad oltre 28 realtà, il secondo bando di incense (INternet Cleantech ENablers Spark), l'acceleratore dedicato alle aziende della clean technology lanciato da Enel, Endesa, Accelerace e FundingBox e sostenuto dalla Commissione Ue attraverso il programma Fiware. L'azienda si è così aggiudicata un contributo a fondo perduto fino a 150mila euro, senza obbligo di partecipazione nel capitale e il supporto da parte delle aziende partner di Incense tramite workshop e sezioni training con esperti del settore¹⁵⁰.

149 Newsletter del 04 maggio 2015, Fonte: www.venetronic.it

150 Fonte: <http://www.solareb2b.it/enel-premia-28-start-up-del-settore-clean-technology-con-il-programma-incense/>

3.3. L'internazionalizzazione delle PMI

Innovazione, capacità di finanziarsi tramite canali alternativi al sistema bancario e internazionalizzazione sono le caratteristiche delle imprese che rappresentano il traino della ripresa economica del nostro paese secondo Il Garante per le micro, piccole e medie imprese e che ha visto nel 2015 l'internazionalizzazione di oltre 190.000 PMI grazie ad una strategia più aggressiva e più di 13.300 imprese estere localizzate in Italia che alimentano e sostengono le nostre filiere produttive¹⁵¹.

Non a caso la domanda estera è stata l'unica componente della domanda aggregata ad avere dei valori positivi e a sostenere il PIL italiano negli ultimi anni.

L'internazionalizzazione delle imprese può avvenire in varie forme: attraverso l'esportazione dei propri prodotti all'estero, l'importazione di materie prime, semilavorati, prodotti finiti o servizi, oppure attraverso la partecipazione in aziende estere o attraverso la costituzione di vere e proprie aziende sussidiarie in altri paesi. Quest'ultima formula dell'investimento diretto ha conosciuto un forte crescita negli ultimi due decenni a seguito dello sviluppo di nuovi e vasti mercati di sbocco rispetto al paese di origine spesso caratterizzati da bassi costi del lavoro. Le imprese che si internazionalizzano sono spesso quelle più dinamiche e quelle che riescono a crescere¹⁵², da qui l'importanza di tale tema per il nostro paese: favorire i processi di internazionalizzazione vuol dire favorire la crescita e l'occupazione. I dati forniti da Banca d'Italia¹⁵³ tramite la ricerca annuale presso le imprese industriali e dei servizi (indagine Invid) confermano che

151. Ministero dello Sviluppo Economico, Garante per le micro, piccole e medie imprese, *Relazione al presidente del Consiglio* (articolo 17, comma 1, legge 11-11-2011 n. 180 "Norme per la tutela della libertà d'impresa. Statuto delle Imprese"), 2015.

152. Bugamelli M., Cristadoro R., Zevi G., *La crisi internazionale e il sistema produttivo italiano: un'analisi su dati a livello d'impresa*, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, vol. 69, n. 2, 2010.

153. D'Aurizio L. e R. Cristadoro R., *Le caratteristiche principali dell'internazionalizzazione delle imprese italiane*, Banca D'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 261, marzo 2015

L'internazionalizzazione riguarda le imprese più produttive, quelle che riescono a competere sui mercati mondiali e a diventare multinazionali, mentre quelle che servono il solo mercato domestico sono caratterizzate da una minore produttività. Inoltre, le imprese internazionalizzate sono maggiormente propense a investire e svolgere attività di ricerca e sviluppo e al contempo dispongono di una forza lavoro più qualificata. L'internazionalizzazione ha quindi permesso, alle imprese che l'hanno abbracciata, di mantenere nel periodo 2007-2012 risultati migliori in termini di fatturato e di tenuta dell'occupazione subendo in maniera minore l'impatto della crisi.

Nella nostra economia, storicamente manifatturiera e orientata all'estero, l'apporto delle esportazioni di beni e servizi alla formazione del PIL rappresenta una quota importante: il 29% nel biennio 2006/2008, dato contrattosi nel 2009 a seguito della crisi (22,4%) che ha iniziato a crescere per tornare al livello del 29% nel 2014. Solo il commercio estero di beni nel 2014 è stato pari a 398 miliardi di euro. Analizzando i dati relativi al numero di imprese esportatrici nel periodo 2009-2014 emerge la crescita numerica di tali aziende è avvenuta soprattutto a partire dal 2010: le imprese che esportano sono infatti aumentate di circa 12.500 unità registrando una crescita annua del 2,3%, concentrata soprattutto sulle PMI rispetto alle grandi imprese¹⁵⁴.

Nonostante l'internazionalizzazione rappresenti un fattore chiave per la competitività delle aziende essa non è così facile da attuare per una serie di ostacoli e limiti che sono maggiormente sentiti dalle aziende medio piccole, le quali alle spalle non sempre hanno una struttura organizzativa e dimensionale in grado di concretizzare tale strategia. Non solo, oltre alla struttura organizzativa, pesa la mancanza di informazioni sui paesi di destinazione, sulle relative prassi commerciali e normative oltre che l'adeguato supporto finanziario e transazionale

154. Ministero dello Sviluppo Economico, Garante per le micro, piccole e medie imprese, *Relazione al presidente del Consiglio* (articolo 17, comma 1, legge 11-11-2011 n. 180 "Norme per la tutela della libertà d'impresa. Statuto delle Imprese"), 2015.

per operare in questi paesi. E' così che molte imprese, proprio per questi fattori, hanno deciso di rinunciare ad internazionalizzarsi (FIGURA 28).

FIGURA 28: FATTORI PERCEPITI COME OSTACOLO ALL'INTERNAZIONALIZZAZIONE⁽¹⁾ 155

	Istituzioni e norme dei paesi di destinazione	Struttura organizzativa e dimensioni dell'impresa	Problemi finanziari in Italia e nei paesi di destinazione	Informazioni scarse o poco trasparenti sui paesi di destinazione	Altri fattori
Manifattura					
Imprese internazionalizzate	8,0	1,7	7,6	21,9	4,5
<i>di cui: imprese con meno di 500 addetti</i>	7,7	1,8	7,6	22,4	4,6
Imprese che hanno rinunciato a internazionalizzarsi ⁽²⁾	30,8	38,7	18,5	41,5	30,8
<i>di cui: imprese con meno di 500 addetti</i>	30,9	38,6	18,6	41,3	30,6
Servizi privati non finanziari					
Imprese internazionalizzate	2,3	0,7	2,5	7,2	3,0
Imprese che hanno rinunciato a internazionalizzarsi ⁽²⁾	13,0	41,2	20,6	28,8	14,6

Fonte: Banca d'Italia su dati Invid

(1) Percentuali di imprese che ha considerato molto negativo o negativo l'impatto del fattore considerato.

(2) Imprese con vertici decisionali che hanno considerato la possibilità di produrre beni/servizi all'estero nel 2007-2011, ma non l'hanno fatto.

Oltretutto i processi di globalizzazione comportano una serie di cambiamenti per l'azienda lungo la catena logistico-produttiva che vanno dalla pianificazione della domanda e il relativo processo di approvvigionamento alla produzione con la gestione degli ordini e la loro distribuzione (FIGURA 29).

L'attuazione di una strategia volta all'internazionalizzazione comporta rischi e incertezze derivanti da un investimento verso un ambiente spesso sconosciuto e che può presentare differenze politiche, economiche e sociali rispetto a quello domestico. Basti pensare alle barriere tariffarie con dazi e quote, alle pratiche burocratiche connesse al rilascio di permessi, certificazioni, alle diverse normative

155 D'Aurizio L. e R. Cristadoro R., *Le caratteristiche principali dell'internazionalizzazione delle imprese italiane*, Banca D'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 261, marzo 2015

FIGURA 29: GLI IMPATTI DELLA GLOBALIZZAZIONE SULLE AZIENDE¹⁵⁶



sulla protezione della proprietà intellettuale oltre che alle differenze culturali.

E' fondamentale quindi, per le aziende che decidono di affrontare questa sfida, riuscire a valutare in maniera adeguata l'impatto e la portata degli investimenti da effettuare affinché questi ultimi si trasformino in opportunità e non in scelte sbagliate. In tale ottica assume un ruolo importante il supporto delle politiche industriali e delle istituzioni del nostro paese nel promuovere l'avvicinamento da parte del più elevato numero di imprese ai mercati esteri attraverso una serie di iniziative raggruppate nel "Piano Straordinario Made in Italy" messo in campo dal governo con lo stanziamento di un plafond di 220 milioni di euro per il triennio 2015-2017 e la collaborazione con l'Agenzia ICE¹⁵⁷. Tra le azioni proposte dal governo vi sono: il potenziamento dei grandi eventi come momento di contatto con

156 KPMG, *Going Global. L'internazionalizzazione ed evoluzione dei modelli di business*, settembre 2011.

157. L' Agenzia ICE è nata nel 2011 con lo scopo di promuovere all'estero le imprese italiane ed è un ente sottoposto ai poteri e vigilanza del Ministero dell'Economia e delle finanze.

il mondo (per esempio l'evento Expo di Milano), la creazione di voucher per le PMI per poter usufruire di *temporary export manager*¹⁵⁸ a costi ridotti, lo sviluppo dell'e-commerce. Se da una parte viene quindi richiesto uno sforzo alle aziende nel fare scelte magari anche coraggiose nell'aggredire nuovi mercati, al governo di creare delle politiche a sostegno, alle banche è chiesto di accompagnare le proprie aziende clienti all'estero attraverso maggiore consapevolezza e appoggio con soluzioni finanziarie ad hoc ed iniziative nuove che accelerino l'incontro con nuovi mondi. Vediamo quindi come si sta muovendo in questi ultimi anni l'offerta bancaria di primari istituti a supporto dell'internazionalizzazione delle nostre PMI.

3.3.1. Il progetto GO INTERNATIONAL di Unicredit

L'apertura ai mercati internazionali rappresenta una scelta strategica irrinunciabile per le nostre imprese ma che, come abbiamo visto, è senz'altro una scelta articolata che deve essere ben pianificata. Il programma GO INTERNATIONAL di Unicredit nasce a giugno 2014 con lo scopo di accompagnare in tale avventura le imprese offrendo loro un intero catalogo di corsi gratuiti incentrati sui temi dell'internazionalizzazione e dell'export lungo due direttive principali:

- la conoscenza per sviluppare una maggiore consapevolezza nelle aziende del percorso da intraprendere e degli eventuali rischi
- l'azione per far conoscere gli strumenti necessari alla realizzazione del piano di internazionalizzazione.

158. Trattasi di figura professionale sviluppatasi negli ultimi anni specializzata in internazionalizzazione a cui l'impresa può ricorrere per un determinato periodo di tempo per definire in maniera chiara e precisa un piano di sviluppo all'estero.

Il programma offre 19 diversi corsi di formazione, componibili tra loro a seconda delle esigenze, erogati in modo flessibile e modulare attraverso cinque diversi canali distributivi ai quali è possibile iscriversi attraverso il sito della banca e permette di¹⁵⁹:

- confrontarsi con specialisti del settore interni alla banca che, grazie alla loro pluriennale esperienza, condividono il proprio know-how;
- confrontarsi con professionisti qualificati esterni alla banca soprattutto per le tematiche più specialistiche;
- confrontarsi con le altre imprese che hanno già intrapreso o intendono intraprendere azioni di sviluppo all'estero attraverso la condivisione di casi di successo.

Il programma prevede quindi le seguenti possibilità di scelta dei vari corsi sviluppati appunto lungo due moduli (conoscenza e azione) come da FIGURA 30.

I corsi consentono di apprendere gli elementi necessari per poter pianificare in maniera corretta il processo di internazionalizzazione dalla base, a partire dall'analisi della propria azienda attraverso un check-up operativo che permetta di individuare i punti di forza e di debolezza, il proprio posizionamento nel mercato, la presenza o meno di risorse interne in termini di competenze, esperienza del personale in grado di far fronte allo sviluppo di una strategia di presenza sui mercati esteri. Una volta analizzata la situazione dell'azienda la stessa viene accompagnata nella definizione di una strategia di ingresso nel mercato attraverso la stesura di un piano operativo e di un business plan.

Identificata la strategia è comunque importante che l'azienda sia consapevole delle caratteristiche e dei contesti operativi del mercato che vuole aggredire anche da un punto di vista legale, fiscale e di contrattualistica così come per le forme di finanziamento e di agevolazione possibili.

159. *La ripresa passa dall'internazionalizzazione*, di Unicredit, 29/04/14 [www. http://www.lamiafinanza-green.it/1593-L'educazione-finanziaria-con-Unicredit](http://www.lamiafinanza-green.it/1593-L'educazione-finanziaria-con-Unicredit).

FIGURA 30: I CORSI OFFERTI DA UNICREDIT

	TITOLO	DURATA ORE	DOCENZA
CONOSCENZA	• Il check-up della mia Azienda per una scelta consapevole	4 (EBS) o 1½ (VS)	Docente esterno
	• Il piano operativo e il business plan	4	Professionisti UniCredit
	• Strategia per la crescita nei mercati esteri	2	Professionisti UniCredit
	• I mercati emergenti: BRICS & MINT	4	Professionisti UniCredit
	• Aprire all'estero dopo la globalizzazione	2	Professionisti UniCredit
	• Dinamiche internazionali ed opportunità	2	Professionisti UniCredit
	• Una opportunità da valutare: l'aggregazione	4	Professionisti UniCredit
	• Le opportunità di finanziamento del progetto	2	Professionisti UniCredit
	• Le istituzioni nazionali che favoriscono l'export e l'internazionalizzazione	4	Professionisti UniCredit
	• La contrattualistica internazionale	4 (EBS) o 1½ (VS)	Docente esterno
	• La fiscalità internazionale	4 (EBS) o 1½ (VS)	Docente esterno
	• La tutela del marchio di Impresa	1 e ½	Docente esterno
AZIONE	• UniCredit e l'internazionalizzazione	4 (EBS) o 1½ (VS)	Professionisti UniCredit
	• Tecniche di regolamento e di finanziamento del trade finance	8 o 4 (EMD)	Professionisti UniCredit
	• Incoterms: termini di resa merci e consegna dei prodotti	4	Professionisti UniCredit
	• Affrontare l'import-export in sicurezza: il credito documentario	4	Professionisti UniCredit
	• Le garanzie nel commercio internazionale	4	Professionisti UniCredit
	• Servizi accessori estero	4	Professionisti UniCredit
	• Le nuove frontiere del trade finance: supply chain e BPO	1	Professionisti UniCredit

Fonte: www.unicredit.it

Non meno importanti sono poi gli aspetti operativi che l'azienda dovrà affrontare una volta entrata nel mercato obiettivo come la scelta dei mezzi e degli strumenti di pagamento, i termini di resa delle merci, il credito documentario¹⁶⁰.

160. *La ripresa passa dall'internazionalizzazione*, di Unicredit, 29/04/14 [www. http://www.lamiafinanza-green.it/1593-L'educazione-finanziaria-con-Unicredit](http://www.lamiafinanza-green.it/1593-L'educazione-finanziaria-con-Unicredit).

Unicredit, tra le prime ad offrirsi come una controparte altamente qualificata con la quale parlare di estero e internazionalizzazione ha ad oggi, in poco più di un anno e mezzo, coinvolto quasi 6mila imprese che hanno usufruito di 30mila ore di formazione, di cui oltre 10mila su temi di digitalizzazione, e-commerce, internazionalizzazione anche attraverso seminari realizzati in collaborazione con Google. Attraverso tali iniziative la banca è riuscita ad accompagnare all'estero dal 2012 oltre 22 mila imprese e si pone l'obiettivo di accompagnarne altre 30 mila entro il 2018¹⁶¹.

3.3.2. Banca Intesa ed Expo 2015

Banca Intesa, in qualità di Global Banking Partner di Expo 2015, l'Esposizione Universale con tema l'alimentazione e la nutrizione che Milano ha ospitato dal 1 maggio al 31 ottobre 2015, ha deciso di sfruttare tale occasione come vetrina mondiale delle eccellenze del Made in Italy per promuoverne l'internazionalizzazione e quindi supportare la crescita economica del paese. Il progetto si è articolato in più iniziative a partire dalla presenza fisica all'interno della manifestazione attraverso un grande spazio espositivo (chiamato The Waterstone) al cui interno è stata installata una filiale innovativa per sperimentare soluzioni tecnologiche innovative e nuove modalità di accesso ai servizi bancari, il tutto arricchito da installazioni artistiche.

All'interno di questo padiglione, sfruttando il richiamo internazionale dell'esposizione universale che ha visto oltre 21 milioni di visitatori, la banca ha deciso di metter a disposizione delle imprese tale vetrina attraverso l'iniziativa

161. *I temi della digitalizzazione ed internazionalizzazione delle imprese al centro del dibattito tra istituzioni, associazioni e aziende*, 16 marzo 2016, <https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases.html>

“Ecco la mia impresa”, grazie alla quale 400 imprese italiane, di differenti dimensioni e di differenti settori ma accomunate dalla qualità, hanno potuto raccontare la loro storia di successo e di eccellenza. Tutti esempi della qualità del Made in Italy, le aziende sono state selezionate dalla banca nei diversi territori e nell’ambito dei settori merceologici affini ai temi di Expo: Food, Fashion, Design e Hospitality con la massima attenzione alla rappresentatività dei territori e all’attinenza ai temi di Expo. Le selezioni sono avvenute attraverso “Candida la tua impresa”, l’iniziativa promossa sul sito della banca con una capillare attività di promozione sui media e attraverso la propria piattaforma editoriale.

In questa occasione le imprese hanno potuto sfruttare il palcoscenico messo a disposizione della banca per aumentare la loro visibilità ma soprattutto per, come espresso da Stefano Barrese, responsabile area sales e marketing di Intesa Sanpaolo, “raccontarsi, incontrare altre realtà imprenditoriali, sviluppare e condividere progetti e idee, nonché sviluppare nuove opportunità di business internazionali”¹⁶².

Tra i settori più rappresentati dalle aziende ospitate, l’agroalimentare per il 60%, Design e Innovazione per il 35%, mentre la Moda per il 5%.

In parallelo Banca Intesa ha sviluppato una vetrina e-commerce, con il portale Created in Italia (FIGURA 31, ora finita l’esperienza di Expo il sito ha preso il nome di Mercato Metropolitano), per facilitare l’accesso delle imprese ai nuovi mercati digitali i quali rappresentano una chiave per l’internazionalizzazione.

Attraverso il sito le migliori eccellenze del food italiano, tramite richiesta al proprio Gestore di riferimento di Banca Intesa o candidatura on line, possono ambire ad esporre i propri prodotti sul portale, beneficiando così della grande visibilità offerta dalla vetrina virtuale.

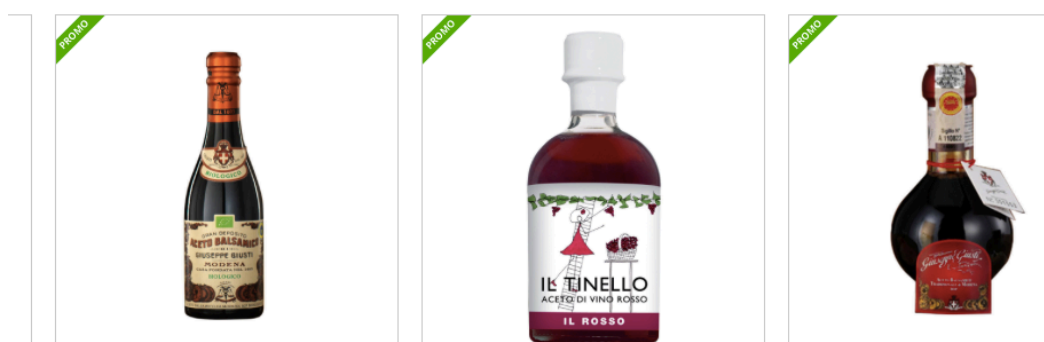
In questo modo le piccole e medie imprese che per motivi dimensionali e organizzativi non hanno ancora sviluppato una propria offerta digitale possono sfruttare quella messa a disposizione della banca e approcciare a questo mercato

¹⁶² www.intesasanpaolo.com, Comunicato stampa, 8/05/15.

FIGURA 31- IL SITO INTERNET DI MERCATO METROPOLITANO



Ispirazioni Enogastronomiche



Fonte: www.mercatometropolitano.it

senza dover gestire gli aspetti più tecnici legati all'utilizzo delle piattaforme e-commerce. Ciò vuol dire che la banca mette a disposizione dei venditori un partner logistico per la gestione del magazzino, delle spedizioni e dei resi, un customer service per assistere i clienti oltre che un team di esperti in comunicazione digitale che, fornendo un supporto Marketing ad hoc, può ottimizzare l'offerta dei prodotti curando anche i testi, l'immagine e le fotografie dei prodotti.

Conclusioni

La recente crisi finanziaria ed economica internazionale, scaturita dallo scoppio della bolla speculativa immobiliare americana nell'estate del 2007, ha avuto profonde conseguenze anche nel nostro paese, sia per il sistema produttivo che per il sistema bancario. La frammentazione in micro, piccole e medie imprese che caratterizza il nostro tessuto economico-produttivo e che nel passato ci ha permesso di eccellere nel mondo in molti settori, oggi, travolta dall'onda di una crisi dalla quale faticiamo ad uscire, ha evidenziato tutte le sue criticità. La scarsa patrimonializzazione delle nostre aziende, spesso a carattere e proprietà familiare, è stata negli anni supplita con un forte ricorso al credito bancario, dal quale le imprese sono diventate diventate dipendenti a scapito di un corretto equilibrio finanziario. La loro fragilità finanziaria è esplosa con l'acutizzarsi della crisi e la stagnazione dei consumi che ha portato ad un drastico calo dei volumi d'affari e della redditività delle aziende indebolendone ulteriormente i bilanci. In tale frangente le banche si sono trovate di fronte alla richiesta di finanza da parte delle imprese non tanto per far fronte a nuovi investimenti ma per sostenere il capitale circolante o addirittura la ristrutturazione dei debiti. Le banche dal canto loro, pressate dal protrarsi della crisi e dall'inaridimento della liquidità, dal deteriorarsi della qualità dei crediti concessi alle stesse aziende, dai forti vincoli imposti dai rating e da Basilea hanno risposto con un razionamento del credito concesso innescando un circolo vizioso. La BCE ha risposto con una politica monetaria espansiva spingendo i tassi di interesse in territorio negativo e mettendo in campo una serie di iniziative, ad esempio il *Quantitative easing*, per iniettare liquidità al sistema e favorire la concessione del credito alle imprese e famiglie che finalmente oggi risulta in leggera ripresa.

Le banche oggi si trovano ad esercitare la loro attività in un contesto sempre più complesso caratterizzato da tassi di interesse negativi, da una normativa di vigilanza sempre più esigente e costosa in termini di rafforzamento patrimoniale

richiesto, da bilanci appesantiti da elevati *non performing loans*, dall'entrata di nuovi competitor nel segmento *Fintech*, tutti elementi che comprimono i margini e la redditività delle banche tanto da mettere in discussione la sostenibilità del sistema stesso. Le banche possono quindi trasformare in opportunità tale situazione rivendendo i propri modelli distributivi e di business per diversificare le proprie fonti di guadagno concentrandosi sull'offerta di nuovi servizi ad alto valore aggiunto alle imprese coniugando lo sviluppo e la crescita economica del nostro paese. Oggi il ruolo trainante della ripresa è infatti rappresentato da quelle imprese che sono innovative, che sanno coniugare manifattura e tecnologia, che si aggregano tra loro e che si internazionalizzano: è proprio a queste imprese che il sistema bancario deve guardare offrendo loro il proprio supporto non solo in termini finanziari ma in termini di esperienza, conoscenze e competenza. La banca può quindi diventare un vero e proprio partner per la crescita dell'impresa lungo le varie fasi del suo sviluppo a partire dalla costituzione della stessa società, all'aiuto nella ricerca di capitali attraverso strumenti alternativi di finanziamento, all'esplorazione di nuovi mercati internazionali, alla contaminazione con altre imprese, il tutto all'interno di nuovi ecosistemi di business dove si incontrano le aziende, le banche, le università e le organizzazioni di categoria. La banca, superando il ruolo di semplice erogatore di denaro, può diventare di supporto allo sviluppo dell'imprenditorialità: deve quindi utilizzare la propria esperienza per individuare i progetti imprenditoriali di valore che possono competere nell'economia globale e che possono contribuire alla crescita economica del paese e alla creazione di nuova occupazione di lavoro. Alcune banche nel panorama italiano si sono già mosse in tal senso per esempio creando delle piattaforme con le quali mettere in contatto le imprese con potenziali investitori per l'emissione di mini bond come strumento alternativo di finanziamento a supporto dei piani di internazionalizzazione e crescita. Altre ancora hanno sviluppato dei progetti con le associazioni di categoria con i quali mettere a disposizione competenze e conoscenze del "fare impresa" da trasmettere a chi vuole avviare un'attività mettendo poi in collegamento queste start up ad alto potenziale con imprese già mature in modo che le prime possano accelerare il loro sviluppo all'interno di

imprese di successo le quali a loro volta possono assorbire l'entusiasmo e l'innovazione che caratterizza le prime. Dai casi aziendali analizzati non mancano le esperienze di successo dalle quali emerge l'importanza di creare un ambiente favorevole allo sviluppo dell'imprenditorialità, allo scambio di idee, informazioni e competenze al quale la banca può contribuire apportando la propria esperienza e valorizzando i progetti ad alto potenziale.

Bibliografia

Albaredo G. e Russo P.F, *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*, Questioni di Economia e Finanza, n. 217, Banca D'Italia, Roma, Luglio 2012.

Altobelli C. e Carnazza P., *L'evoluzione del sistema dell'innovazione in Italia tra norme, incentivi e nuove opportunità*, in Rivista Argomenti, Univerista' di Urbino, n 1/2015.

Arlotta C. et al., *La crescita delle PMI attraverso gli strumenti di finanza innovativa*, Franco Angeli, Milano, 2014.

Aspen Institute Italia, *L'Innovazione come chiave per rendere l'Italia più competitiva*, 2014.

Bajetta L., Munari L., *Indagine ABI sui modelli di servizio per small business e piccole imprese*, in Bancaria, Roma, n. 05/2014.

Banca d'Italia, *Indagine sul credito bancario nell'area dell'euro: principali risultati per le banche italiane*, Roma, 19 aprile 2016.

Banca d'Italia, *Metodo dei rating interni per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito. Recepimento della nuova regolamentazione prudenziale internazionale*, Roma, Luglio 2006.

Banca d'Italia, *Relazione annuale*, anno 2015, Roma, 31 maggio 2016.

Banca Popolare di Vicenza, *La Piattaforma "MiniBond" di Popolare di Vicenza. Una nuova opportunità di finanziamento per le PMI italiane*, presentazione di ottobre 2014, [www. www.bocconialumni.it](http://www.bocconialumni.it).

Barontini R., *Innovazione e rischio di credito durante la crisi finanziaria*, in *Bancaria*, Roma, n.2/2015.

Basel Committee on Banking Supervision, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, Luglio 2008 (www.bis.org).

Bernake B.S. e Lown C.S., *The credit crunch*, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1991.

Biffis P., *Il settore bancario*, EIF-e.Book, Novembre 2011.

Brindelli G., Modina M., *Le evidenze di un'analisi territoriale alla luce della crisi finanziaria*, Franco Angeli, Milano 2008.

Bugamelli M., Cristadoro R., Zevi G., *La crisi internazionale e il sistema produttivo italiano: un'analisi su dati a livello d'impresa*, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, vol. 69, n. 2, 2010.

Cannata F. e Casellina S., *Basilea al bivio*, in *Bancaria*, Roma, n.7-8/2013.

Cerved Group, *Rapporto Cerved PMI*, 2014.

Commissione europea per l'industria, il commercio estero, la ricerca e l'energia, "L'imprenditorialità in Europa"- Libro verde, 2013.

Commissione Europea, *Annual Report on European SMEs 2013/2014-A Partial and Fragile Recovery*.

Commissione Europea, *Raccomandazione per la definizione delle microimprese, piccole e medie imprese del 6 maggio 2003, n. 2003/361/CE.*

Costa S., Costagli S., *I rapporti banca-PMI in Italia: considerazioni a margine del dibattito*, Atti della XVI Conferenza Siep, Pavia, Ottobre 2004.

D'Aurizio L. e R. Cristadoro R., *Le caratteristiche principali dell'internazionalizzazione delle imprese italiane*, Banca D'Italia, Questioni di Economia e Finanza, n. 261, marzo 2015.

Daveri F., *Macroeconomia della crisi*, Zanichelli Editore, Bologna, 2013.

De Cesare C., *Moody's bocchia le PMI italiane: troppo deboli*, Corriere della Sera, 26 aprile 2016.

De Laurentis G., Maino R., *I rating interni durante e dopo la crisi: rapporti banca-impresa, vincoli regolamentari e modelli di business*, in *Bancaria*, Roma, n. 1/2010.

Draghi M., *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, in *Bancaria*, Roma, n. 11/2008.

Fondazione Impresa, *I primi effetti delle isure sul credito: dopo TLTRO e QE una prima inversione di tendenza*, 8 giugno 2015, www.fondazioneimpresa.it

Fortis M. e Bassetti G., *Il finanziamento delle piccole e medie imprese*, Franco Angeli, Milano, 2000.

G. Forestieri, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Bancaria*, Roma, Giugno 2014.

InfoCamere, *Startup Innovative, Report con dati strutturali 4^ trimestre 2015*, 01 gennaio 2016

International Convergence of Capital Measurement and Capital Standar. A Reveise Framework. Comprehensive Version, Basel, Giugno 2004, (www.bis.org)

Intesa Sanpaolo-Confindustria, *Una crescita possibile*, accordo del 21 luglio 2014, www.confidnustria.it.

Intesa Sanpaolo, *L'innovazione, un fattore di crescita durante la crisi*, 2014.

ISTAT, *Il benessere equo e sostenibile in Italia*, rapporto 2015, cap.11 Ricerca e Innovazione.

ISTAT, *Rapporto sulla competitività dei settori produttivi*, edizione 2016.

KPMG, *Bilanci dei gruppi italiani: trend e prospettive. Esercizio 2014*, Milano, Luglio 2015.

KPMG, *Going Global. L'internazionalizzazione ed evoluzione dei modelli di business*, settembre 2011.

Lops V., *La liquidità esce dalla porta ma rientra dalla finestra: l'80% dei soldi del "Qe" è parcheggiato a Francoforte*, Corriere della sera, 23 novembre 2015.

Masera F., Mazzoni G., *Basilea III, Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi*, Franco Angeli, Milano, 2014.

Mieli S., *Fare credito in tempo di crisi*, Intervento al convegno Associazione Bancaria Italiana "Accesso al credito e garanzie per le imprese: garantire lo sviluppo, crescere nella stabilità", Roma, 15 dicembre 2009.

Ministero dello Sviluppo Economico, Garante per le micro, piccole e medie imprese, *Relazione al presidente del Consiglio* (articolo 17, comma 1, legge 11-11-2011 n. 180 “Norme per la tutela della libertà d’impresa. Statuto delle Imprese”), 2015.

Ministero dello Sviluppo Economico, *Small Business Act, Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2014, Rapporto 2015.*

Mondelli M., *Gli ingegneri dell’energia*, in *L’imprenditore*, Confindustria, dicembre 2014.

Mondelli M., *Tecnologia da indossare*, in *L’imprenditore*, Confindustria, marzo 2015.

Mondelli M., *Tessuti che nutrono la pelle*, in *L’imprenditore*, Confindustria, ottobre 2014.

Napolitano G., *La crisi del debito sovrano e le misure di “riduzione dello Stato”*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 12/2010.

Panetta F. e Signoretti F.M., *Domanda e offerta di credito in Itali durante la crisi finanziaria*, *Questioni di economia e finanza*, N. 63, Banca D’Italia, Aprile 2014.

Panetta F., *Un sistema finanziario per la crescita*, intervento in *The Adam Smith Society*, Milano, 27 Gennaio 2014.

Pasetto A., *Corporate governante, gestione dell’impresa e forme di aggregazione*, in *Decima indagine sulle imprese manifatturiere italiane*, Unicredit, 2008.

Penza P., *Basilea 3 e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2*, in *Bancaria*, Roma, n. 11/2011.

Politecnico di Milano, II Report italiano sui Mini-Bond, Milano, febbraio 2016.

Porteri A., *La crisi, le banche e i mercati finanziari*, Paper n. 102, Università degli studi di Brescia, Dipartimento di Economia Aziendale, Aprile 2010.

Rossi S., *Finanza e crescita dopo la crisi*, Relazione conclusiva del Cib, Milano, nov. 2014, www.bancaditalia.it.

Rubino M., *Orange Fiber, vestirsi con gli scarti delle arance. In Italia si può, quando c'è stoffa*, in La Repubblica, 4 ottobre 2014, www.larepubblica.it

Sabatini G. et al., *La sostenibilità del business bancario, tra regole stringenti, cambiamenti tecnologici e dinamiche dei costi*, in Bancaria, Roma, n 09/2015.

Sabatini G., *Credito, patrimonio, regole. Un quadro di certezza e stabilità per le banche e l'economia*, in Bancaria, Roma, n. 3/2015.

Stiglitz J.E., *La crisi finanziaria internazionale: le regola da riscrivere e le prospettive future*, in Bancaria, Roma, n. 09/2009.

Stiglitz J.E., Weiss A., *Credit Rationing in Markets with Incomplete Information*, in The American Economic Review, Gennaio 1981.

The European House - Ambrosetti per HP Italia, *The connected banking report 2015. Opportunità emergenti attraverso l'innovazione digitale*, Milano, 2015.

The European House-Ambrosetti, *Crescere facendo impresa*, Milano, Settembre 2015.

Toniolo G., *Basilea 3: Buffer di Capitale ed impatto sul Pricing alle imprese*, Settembre 2015, www.etrformazione.it.

Varaldo R. *La nuova partita dell'innovazione. Il futuro dell'industria in Italia*, Saggi, il Mulino, 2014.

Visco I., *L'attuazione dell'Unione bancaria europea e il credito all'economia*, Audizione del Governatore della Banca d'Italia, Roma, 15 dicembre 2015.

World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2012-2013*.

Sitografia

Adottup	www.adottup.it
Banca d'Italia	www.bancaditalia.it
Banca Popolare di Vicenza	www.popolarevicenza.it
Bank for International Settlements (BIS)	www.bis.org
Bluesquare srl	www.bluesquare.it
Bocconi Alumni Association	www.bocconialumni.it
Borsa Italiana	www.borsaitaliana.it
Confindustria	www.confindustria.it
Corriere della sera	www.corriere.it
Gestore Servizi Energetici	www.gse.it
Il sole 24 ore	www.ilsole24ore.com
Intesa Sanpaolo Spa	www.intesasanpaolo.com
Istat	www.istat.it
Leaf Spa	www.leaf-engeering.com
Mercato Metropolitano	www.mercatometropolitano.it
Orange Fiber Srl	www.orangefiber.it

Start up Italia!

www.startupitalia.eu

Trentino Sviluppo Spa

www.trentinosviluppo.it

Unicredit Spa

www.unicredit.it

Venetronic Spa

www.venetronic.it