

*Le scelte strategiche ed operative delle banche locali nelle regioni dei distretti tecnologici
italiani alla luce della crisi finanziaria internazionale*

Massimo Arnone

Dottore di Ricerca in Economia Applicata-Università degli Studi di Palermo
massimo.arnone@unipa.it

Tema di Riferimento: Credito, investimenti e progetti di sviluppo locale

Approccio Prevalente applicativo

Parole Chiave Distretti tecnologici, Private Equity, Banche Locali

ABSTRACT

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

Questo contributo rappresenta un aggiornamento di un precedente lavoro che è stato pubblicato sotto forma di capitolo all'interno del XVI Rapporto sul Sistema Finanziario Italiano della Fondazione Rosselli curato da Bracchi G. e Masciandaro D.

È stato infatti ampliato, per entrambe le due analisi proposte, l'orizzonte temporale posto sotto osservazione (2006-2010) in modo tale da poter descrivere gli eventuali mutamenti portati dalla crisi finanziaria globale sul mercato italiano del private equity osservando contestualmente il lato della domanda e dell'offerta caratterizzante tale comparto finanziario.

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

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

Le scelte strategiche ed operative delle banche locali nelle regioni dei distretti tecnologici italiani alla luce della crisi finanziaria internazionale

Massimo Arnone

Dottore di Ricerca in Economia Applicata- Università di Palermo

1.Introduzione

Questo contributo rappresenta un aggiornamento di un precedente lavoro che è stato pubblicato sotto forma di capitolo all'interno del XVI Rapporto sul Sistema Finanziario Italiano della Fondazione Rosselli curato da Bracchi G. e Masciandaro D.

È stato infatti ampliato, per entrambe le due analisi proposte, l'orizzonte temporale posto sotto osservazione (2006-2010) in modo tale da poter descrivere gli eventuali mutamenti portati dalla crisi finanziaria globale sul mercato italiano del private equity osservando contestualmente il lato della domanda e dell'offerta caratterizzante tale comparto finanziario.

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

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

Questo lavoro di ricerca si inserisce nell'ambito degli studi sui sistemi regionali di innovazione ed in particolare cerca di approfondire il ruolo che la finanza innovativa può esercitare nei distretti tecnologici.

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

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

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

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

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

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

Nella prima parte di questo contributo abbiamo esposto una rassegna dei più recenti contributi in letteratura volta a delineare un quadro interpretativo dei distretti tecnologici.

Nella seconda parte abbiamo realizzato un'analisi del comparto del private equity nelle regioni dei distretti tecnologici con particolare riferimento alle scelte di localizzazione geografica delle imprese target e alle loro principali caratteristiche settoriali, dimensionali e reddituali in modo da poter verificare un'eventuale co-evoluzione del tessuto imprenditoriale e della finanza per l'innovazione in tali regioni.

Nella terza parte abbiamo spostato l'attenzione sui servizi finanziari avanzati rientranti nell'area di business del *merchant banking* come fattori di supporto dell'attività dei distretti tecnologici.

2. Il concetto di distretto tecnologico: una rassegna della letteratura

Tutti i contributi sui distretti tecnologici possono essere accomunati da una matrice comune rappresentata dal modello della triplice elica introdotto da **Etzkowitz e Leydesdorff**(1997).

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

Tripoli(2003), **Lazzeroni** (2004) e **Schiavone**(2008) sottolineano due aspetti chiave nella costituzione di un qualsiasi distretto *high-tech* ovvero i meccanismi di agglomerazione e la predominanza di settori *science-based*.

Feldman e Franco(2002) utilizzano il concetto di “*imprenditorialità latente*” per indicare la presenza nel territorio del distretto di soggetti portatori di idee al alto contenuto innovativo.

Vincenzo Rullani(2000), esperto del filone di studi denominato “*economia della conoscenza*”, sostiene che distretti e cluster non sono sinonimi dal momento che il secondo termine pone maggiormente l’attenzione sulle economie di agglomerazione e meno sulla tipologia settoriale di riferimento.

Piccaluga(2003) introduce il concetto di fertilità della ricerca scientifica e tecnologica grazie alla presenza di una filiera nella quale i risultati di tale attività di ricerca possano trovare applicazione.

Prima di questi approcci l’aziendalista **Michel Porter**(1998) pone l’accento sul concetto di “*input sharing*” ovvero l’opportunità di condivisione di input specializzati grazie alla vicinanza con fornitori localizzati nella stessa area di operatività del distretto.

Pertanto **Porter** fa riferimento sia all’estensione verticale delle attività ovvero quella rivolta verso i canali di distribuzione e i clienti che a quella orizzontale cioè quella rivolta verso le imprese legate al cluster da conoscenze, tecnologie e input comuni.

Cooke e Huggins(2001), **Bresnahan, Gambardella e Saxenian**(2001) ampliano la definizione di Porter introducendo accanto agli aspetti di natura statica anche alcuni di natura dinamica.

I fattori statici riguardano la disponibilità di risorse tecnologiche, umane e finanziarie mentre i fattori dinamici indicano la capacità delle imprese distrettuali di organizzare, secondo criteri di efficienza, i fattori statici rispondendo adeguatamente agli stimoli provenienti dall’esterno.

Mansell(2001) rispetto a Cooke e Huggins sottolinea quanto sia importante per l’internazionalizzazione di un distretto tecnologico, la presenza di una struttura di *governance* che svolga all’interno del distretto funzioni di coordinamento.

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

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

Una definizione che racchiude un pò tutte quelle esposte sino a questo momento viene fornita da **Bonaccorsi e Nesci**(2006).

Questi autori utilizzano il termine “*bacini di competenze*” ovvero sistemi territoriali caratterizzati dalla compresenza sia di capitale umano dotato di conoscenze tecnologiche spendibili nel processo produttivo sia di figure professionali con valide competenze di *general management* che coordinano l’innovazione intraorganizzativa del distretto.

Questa breve rassegna ci permette di comprendere con maggiore chiarezza perché alcuni autori utilizzano l’espressione “*Knowledge intensive entrepreneurship networks*” come sinonimo di distretto tecnologico.

3. Il mercato del private equity nelle regioni dei distretti tecnologici

Questa seconda parte intende mettere a fuoco le principali caratteristiche delle imprese che, nel triennio 2006-2008 sono state oggetto di investimenti nel capitale di rischio.

Le considerazioni espresse saranno disaggregate nelle quattro principali branche di servizi che compongono l’area di business del *merchant banking* ovvero le operazioni di *buy-out*, *expansion financing*, *replacement financing* e *turnaround financing*.

Gli aspetti sui quali abbiamo pensato di focalizzare l’attenzione possono essere così scomposti:

- **Caratteristiche della transazione:** tipologia dell’operazione e motivazioni all’origine;
- **Caratteristiche dell’impresa target:** localizzazione geografica, settore di specializzazione e aspetti dimensionali. Con riferimento agli aspetti dimensionali abbiamo utilizzato come proxy i dati sul fatturato e sul numero di dipendenti. Per il monitoraggio della redditività delle imprese target abbiamo calcolato l’indicatore EBITDA/Fatturato mentre per quantificare il valore di tali imprese ovvero la percezione da parte del mercato abbiamo utilizzato i due multipli di mercato Enterprise Value/Fatturato ed Enterprise Value/Margine Operativo Lordo.

Sono le regioni del Nord Italia (tabella 1) ed in particolare la Lombardia, l'Emilia Romagna, il Veneto ed il Piemonte¹ ad ospitare il maggior numero di operazioni di private equity e che oltretutto sono anche quelle regioni che accolgono casi di successo di distretti tecnologici in termini di politica industriale per l'innovazione.

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

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

TABELLA 1 - IL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY IN ITALIA

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

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

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

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

Alla luce di queste prime considerazioni intendiamo focalizzare le analisi successive in queste quattro regioni (tabella 2).

¹ “É in questa regione che operano due strutture specializzate nel comparto del venture capital: la Finanziaria Piemontech e il Fondo Innogest Capital”

TABELLA 2 - BUY OUT NELLE REGIONI DEI DISTRETTI TECNOLOGICI

Regioni	2006	2007	2008	2009	2010	Totale	2006	2007	2008	2009	2010
Lombardia	29	32	34	8	13	116	36%	41%	45%	35%	39%
Emilia Romagna	15	9	6	2	2	34	19%	12%	8%	9%	6%
Veneto	10	9	8	2	2	31	13%	12%	11%	9%	6%
Piemonte	8	8	6	2	5	29	10%	10%	8%	9%	15%
Totale Italia	80	78	75	23	33	289	100%	100%	100%	100%	100%

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

Osservando la tabella riportata precedentemente emerge quanto il 2009 abbia rappresentato un momento di crisi anche nella dinamica del mercato del buy out nella regione Lombardia, che fino al 2008 aveva mantenuto la leadership in tale aree di business.

È infatti nella **seconda fase temporale**, circoscritta al periodo 2008-2010, che la crisi si diffonde pesantemente anche in Europa, a seguito del succedersi dei crash americani tra settembre e ottobre 2008.

Il contagio si manifesta dapprima attraverso gli effetti indotti sul mercato interbancario, sui portafogli titoli delle banche, sulle quotazioni dei titoli e di quelli bancari in particolare; il contagio si manifesta ancor più nei due anni successivi quando si percepiscono chiari segnali di recessione che iniziano a comportare rilevanti effetti negativi sulla qualità dei crediti bancari.

Viceversa, nella **prima fase temporale**, circoscritta al periodo 2006-2007, la crisi non si è ancora diffusa pesantemente in Italia, rappresentando quindi una concreta minaccia per l'attività degli intermediari bancari nazionali; infatti, la crisi investe i mercati anglosassoni e coinvolge principalmente i grandi intermediari finanziari attivi nell'*investment banking* (assenti nel territorio nazionale) e gli intermediari che detengono in bilancio ingenti portafogli titoli, all'interno dei quali erano presenti in misura consistente anche strumenti derivanti direttamente o indirettamente da operazioni di cartolarizzazione, anche di mutui *subprime*.

Guardando alle motivazioni delle operazioni di *buy out* la gran parte di esse ha inizio con la cessione di quote di partecipazione da parte di soggetti privati o membri della famiglia proprietaria (Family & Private) e come seconda motivazione la cessione di partecipazioni da parte di un investitore ad un altro (Secondary buy out).

Meno incisive come fattori originanti le operazioni di buy out sono la vendita di rami d'azienda o divisioni da parte di gruppi industriali (Local Parent), la cessione di quote da parte di gruppi multinazionali stranieri (Foreign Parent) e la compartecipazione pubblico-privato (Public to Private) (tabella 3).

TABELLA 3- MOTIVAZIONI DEL BUY OUT

Regioni	Family & Private	Local Parent	Foreign Parent	Secondary Buy-Out	Public to Private	Altre motivazioni
Lombardia	51	10	22	24	1	12
Emilia Romagna	18	3	2	5	1	1
Veneto	22	0	1	2	0	0
Piemonte	14	2	0	2	1	1

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

Con riferimento alle operazioni di buy out le imprese target localizzate nelle regioni dell'Emilia Romagna e Veneto sono specializzate maggiormente nei settori tradizionali in particolare i beni di consumo, attività manifatturiere, e alimentare.

Le imprese operative nella regione Lombardia sembrano aver fatto una scelta dominante di specializzazione con riferimento all'attività di commercio all'ingrosso e al dettaglio rispetto ai settori manifatturiero, sanità e servizi finanziari.

Da notare con riferimento alla regione Lombardia, che ospita la principale piazza finanziaria nazionale, casi di operazioni di buy out aventi ad oggetto il settore dei servizi finanziari (meno presente nelle altre regioni e addirittura totalmente assente in Emilia Romagna).

Piuttosto marginale la presenza delle operazioni di buy out nei settori tipici dei distretti tecnologici quali ad esempio l'Information & Communication Technology (ICT), l'industria chimica e farmaceutica.

Nella regione Lombardia è da notare la significativa presenza di operazioni di buy out riguardanti i settori dei servizi professionali ed insieme alla regione Piemonte accoglie operazioni di buy out nel settore dell' ICT (tabella 4).

In questa ultima regione ha sede un distretto tecnologico specializzato nelle tecnologie ICT che è supportato finanziariamente dalla Fondazione Torino Wireless.

Dalla sua istituzione ad oggi, la Fondazione Torino Wireless ha emanato 6 bandi per il finanziamento di progetti di ricerca, ai quali vanno aggiunti ulteriori interventi periodici per il sostegno alle PMI.

Il più recente bando è stato promulgato nell'anno 2007 nel quadro degli accordi tra Torino Wireless e CSP, struttura di innovazione e ricerca della pubblica amministrazione piemontese nel campo delle tecnologie ICT (tale banche è stato preceduto dal bando Galileo promosso nel 2005 e dal bando FAR nel 2004).

Altre iniziative finanziarie a sostegno della crescita del polo high-tech sono state realizzate nella forma di finanziamenti a fondo perduto articolati in interventi di base e interventi avanzati e che prevedono un coinvolgimento diretto della Fondazione fino al 70% del valore economico complessivo dell'investimento.

Inoltre la Fondazione Torino Wireless ha promosso la nascita di due strutture specializzate nel Venture Capital:

- La **finanziaria Piemonte High Technology srl** è attiva a partire da luglio 2004 con una dotazione di 2 milioni di Euro, con l'obiettivo di raggiungere almeno 5 milioni di Euro di capitale. Piemontech assume posizioni di equity all'interno di imprese in Piemonte, con una partecipazione non superiore a 200.000 Euro. Piemontech è il primo fondo di "angel investing" istituzionale italiano;
- **Innogest Capital**: si tratta un fondo mobiliare chiuso istituito in collaborazione con l'operatore finanziario privato ERSEL. Innogest Capital dispone di un capitale di 80 milioni di euro su una durata di 10 anni, ed ha l'obiettivo di finanziare le PMI tecnologiche più promettenti dell'Italia settentrionale.

La Fondazione Torino Wireless ha infine promosso iniziative per l'attrazione sul territorio di gruppo di operatori specializzati nel finanziamento a imprese a forte contenuto tecnologico, iniziative che sono sfociate nell'istituzione del Polo del Venture Capital, spazio di dialogo tra detentori di fondi e soggetti imprenditoriali per l'individuazione dei migliori progetti tecnologici da finanziare, e del Club degli Investitori, formato da un gruppo di imprenditori piemontesi intenzionati ad investire il capitale umano e finanziario a loro disposizione in nuove imprese ad alto contenuto innovativo.

TABELLA 4 - SETTORI DEL BUY OUT

Settori/Regioni	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
Beni di Consumo	18%	45%	44%	12%
Prodotti per l'Industria	39%	32%	26%	31%
Alimentare	18%	9%	27%	45%
Sanità	45%	0%	0%	0%
Servizi Finanziari	36%	0%	9%	9%
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	73%	9%	9%	18%
ICT	4%	6%	4%	12%
Industria Chimica	2%	3%	0%	0%
Industria Farmaceutica	1%	3%	0%	4%
Energia	1%	0%	0%	0%
Trasporti	5%	3%	0%	4%
Servizi Professionali	13%	0%	7%	8%
Costruzioni	0%	0%	4%	0%

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

Passando agli aspetti prettamente dimensionali le operazioni di buy out hanno privilegiato le imprese con un fatturato inferiore ai 30 milioni di euro.

A seguire vi sono le imprese con un fatturato rientrante nella seconda classe, ad eccezione del Piemonte, percentuali più basse contraddistinguono le imprese appartenenti alla classe di fatturato 61-100 (tabella 5).

TABELLA 5 - CARATTERISTICHE DIMENSIONALI DELLE IMPRESE TARGET : CLASSI DI FATTURATO

Regioni/Classi di Fatturato	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0-30	41%	32%	55%	48%
31-60	25%	21%	19%	14%
61-100	4%	15%	6%	17%
>101	23%	21%	10%	17%
nd	7%	12%	10%	3%

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

TABELLA 6 - CARATTERISTICHE DIMENSIONALI DELLE IMPRESE TARGET : CLASSI DI DIPENDENTI

Regioni/Classi di Dipendenti	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0-50	18%	26%	19%	24%
51-150	28%	26%	29%	34%
151-250	10%	9%	19%	10%
> 251	27%	29%	19%	28%
nd	17%	9%	13%	3%

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

Con riferimento alle classi di addetti delle imprese target gli investimenti hanno interessato principalmente imprese con oltre 250 dipendenti (ad eccezione dell'Emilia Romana e del Piemonte che hanno privilegiato maggiormente le imprese rientranti nella seconda classe dimensionale) e subito a seguire le imprese appartenenti alla seconda classe dimensionale (tabella 6).

Quest'ultima osservazione sembra confermare un significativo interesse del private equity nei confronti delle imprese di piccole e medie dimensioni.

Con riferimento alla redditività delle imprese target abbiamo rilevato che la maggior parte delle operazioni di buy out riguardano imprese con un valore dell'EBITDA superiore al 15 per cento del loro fatturato.

La crisi finanziaria ha fatto sentire i propri effetti, infatti, nel dataset con l'inserimento degli anni 2009 e 2010, compaiono imprese con una redditività negativa.

Questa considerazione denota la presenza di imprese contrassegnate da una situazione economica tale da non potere nemmeno coprire i costi dei loro processi produttivi.

Le percentuali più basse interessano le imprese con un indice EBITDA/Fatturato inferiore al 10 per cento (ad eccezione delle imprese operative nel territorio della regione Piemonte) (tabella 7).

TABELLA 7 - REDDITIVITA DELLE IMPRESE TARGET : EBITDA/FATTURATO

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
<0	3%	0%	0%	0%
0,0-10,0	17%	6%	16%	31%
11,0-15,0	21%	24%	16%	24%
>15,0	35%	44%	48%	28%
nd	24%	26%	19%	17%

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

Per valutare la percezione della salute delle imprese target da parte del mercato abbiamo utilizzato i multipli di mercato ossia indicatori costruiti mediante i rapporti tra il prezzo pagato per l'acquisizione dall'investitore espresso mediante il valore intrinseco di tali imprese e aggregati economici espressivi della performance aziendale quali ad esempio il fatturato, il margine operativo lordo ed il reddito operativo (tabella 8).

Con riferimento al primo multiplo abbiamo riscontrato una netta concentrazione dei prezzi pagati per le acquisizioni di imprese venete e lombarde all'interno dell'intervallo 0,6-1,0.

Una distribuzione più eterogenea caratterizza le imprese localizzate nelle altre due regioni.

In altre parole mediamente il 18% delle imprese target è stato valutato tra 0,6 e 1 volte il proprio fatturato, il 16% è stato valutato oltre 1,5 volte il proprio fatturato, il 13% è stato valutato tra 1,1 e 1,5 volte il proprio fatturato e solo il 5% delle imprese campionate sono state valutate al di sotto dell'unità.

TABELLA 8 - VALORE DELLE IMPRESE TARGET : ENTERPRISE VALUE /FATTURATO

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0,1-0,5	6%	6%	6%	0%
0,6-1,0	25%	15%	32%	0%
1,1-1,5	15%	12%	16%	10%
>1,5	18%	18%	16%	10%
nd	36%	50%	29%	80%

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

Con riferimento, invece, al secondo multiplo abbiamo riscontrato che la maggior parte delle operazioni di *buy out* ha avuto come destinatari imprese con un *enterprise value* che rientra nella seconda classe di variazione ovvero quella composta da valori compresi tra il 4% e l'8 % ossia che le imprese sono state valutate tra le 4 e 8 volte del margine operativo lordo (tabella 9).

TABELLA 9 - VALORE DELLE IMPRESE TARGET : ENTERPRISE VALUE /EBITDA

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0,0-4,0	6%	3%	6%	0%
4,0-8,0	30%	29%	48%	20%
8,0-16,0	20%	15%	13%	10%
>16,0	1%	0%	0%	0%
nd	43%	53%	32%	70%

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

I valori assunti da tali multipli di mercato e dall'indicatore di redditività costituiscono un'ulteriore conferma dell'interesse del buy out per le imprese di medie dimensioni.

TABELLA 10 - EXPANSION FINANCING NELLE REGIONI DEI DISTRETTI TECNOLOGICI

Regioni	2006	2007	2008	2009	2010	Totale	2006	2007	2008	2009	2010
Lombardia	8	4	13	5	10	40	10%	5%	16%	13%	25%
Emilia Romagna	2	2	6	2	3	15	3%	3%	8%	13%	20%
Veneto	4	4	1	3	3	15	5%	5%	1%	20%	20%
Piemonte	1	3	3	0	3	10	1%	4%	4%	0%	30%
Italia	33	28	34	10	19	80	41%	35%	43%	13%	24%

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

A seguito dell'intensificarsi degli effetti della crisi finanziaria strutturale globale iniziata nel giugno 2007, gli anni successivi ed in particolare il 2009 e il 2010 sono contrassegnati da una significativa flessione degli investimenti rientranti in questo comparto finanziario (sia in termini assoluti che percentuali).

È sempre la Lombardia la regione con una più alta concentrazione di operazioni di *expansion financing* mentre in ultima posizione il Piemonte (con sole 10 operazioni) (tabella 10).

Guardando invece all'origine delle operazioni di *expansion financing* la gran parte di esse ha inizio da motivazioni di tipo Family e come seconda motivazione all'origine di tali operazioni abbiamo il secondary buy out (tabella 11).

TABELLA 11 - MOTIVAZIONI ALL'ORIGINE DELL'EXPANSION FINANCING

Regioni	Family & Private	Local Parent	Foreign Parent	Secondary B-O	Public to Private	Altre motivazioni
Lombardia	32	5	1	0	0	2
Emilia Romagna	10	4	0	0	0	1
Veneto	15	0	0	0	0	0
Piemonte	9	0	0	0	0	1

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

TABELLA 12 - SETTORI DELL'EXPANSION FINANCING

Regioni/Settori	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
Beni di Consumo	18%	27%	15%	10%
Prodotti per l'Industria	28%	27%	46%	50%
Alimentare	5%	20%	8%	0%
Sanità	0%	0%	0%	0%
Servizi Finanziari	3%	0%	8%	0%
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	0%	0%	0%	0%
ICT	13%	7%	0%	0%
Industria Chimica	0%	0%	0%	0%
Industria Farmaceutica	2%	0%	0%	0%
Energia	5%	1%	1%	0%
Trasporti	3%	0%	1%	2%
Servizi Professionali	13%	7%	0%	0%
Smaltimenti Rifiuti	0%	7%	0%	10%

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

Nelle quattro regioni sono i comparti più tradizionali, ovvero i prodotti per l'industria e i beni di largo consumo che accomunano la maggior parte delle imprese target.

La Lombardia che ospita il distretto tecnologico delle biotecnologie è contrassegnata da una presenza piuttosto marginale di operazioni di *expansion financing* nei settori della chimica e della farmaceutica e da una maggiore incidenza di tali investimenti con riferimento all'Information & Communications Technology (ICT) che è invece del tutto assente nel Piemonte che ospita il distretto delle tecnologie wireless (tabella 12).

Da un punto di vista dimensionale l'*expansion financing* mette in risalto alcune differenze di comportamento imprenditoriale tra le imprese target; infatti, nella Lombardia e nel Veneto queste operazioni hanno interessato in modo netto imprese con un fatturato inferiore ai 30 milioni di euro (ovvero il cosiddetto segmento *mid market* composto prevalentemente da imprese di piccola e media dimensione, di cui è ricco il tessuto imprenditoriale italiano) mentre nell'Emilia Romagna e nel Piemonte l'*expansion financing* ha interessato anche imprese di maggiori dimensioni (tabella 13).

TABELLA 13 - CARATTERISTICHE DIMENSIONALI DELLE IMPRESE TARGET : CLASSI DI FATTURATO

Regioni/Classi di Fatturato	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0-30	48%	33%	33%	30%
31-60	18%	13%	20%	10%
61-100	13%	7%	13%	10%
>101	13%	27%	13%	30%
nd	10%	20%	20%	20%

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

Guardando al numero di dipendenti la maggior parte delle operazioni di *expansion financing* ha riguardato imprese con un numero di dipendenti compreso tra le 51 e le 150 unità ed oltre 250 unità.

Percentuali notevolmente inferiori sono state registrate per imprese rientranti nella terza classe dimensionale (ossia 151-250 unità) (tabella 14).

TABELLA 14 - CARATTERISTICHE DIMENSIONALI DELLE IMPRESE TARGET

Regioni/Classi di Dipendenti	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0-50	25%	7%	13%	10%
51-150	30%	27%	33%	40%
151-250	0%	7%	1%	0%
> 251	25%	27%	33%	40%
nd	20%	33%	20%	10%

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

Con riferimento ai valori del primo multiplo la Lombardia accoglie imprese piuttosto eterogenee (come risulta dagli scostamenti poco significativi tra le varie percentuali riportate nella tabella 14) ed in particolare le imprese con un valore intrinseco compreso tra 0 e 0,5 volte il proprio fatturato non sono spesso protagoniste di operazioni di expansion financing (soltanto il 5%).

In Emilia Romagna le imprese target hanno maggiormente un valore intrinseco compreso tra 1,1 e 1,5 volte il proprio fatturato, nel Veneto esse hanno un valore intrinseco compreso tra le 0,6 e 1 volte il loro fatturato mentre nel Piemonte sono del tutto assenti imprese con un valore intrinseco rientrante nelle prime due classi di variazione (tabella 15).

TABELLA 15 - VALORE DELLE IMPRESE TARGET : ENTERPRISE VALUE /FATTURATO

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0,1-0,5	5%	7%	7%	0%
0,6-1,0	18%	7%	13%	0%
1,1-1,5	3%	27%	0%	10%
>1,5	18%	7%	7%	10%
nd	58%	53%	73%	80%

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

Con riferimento alla distribuzione del multiplo EV/EBITDA in tutte e quattro le regioni indagate sono predominanti le imprese con un valore di tale indicatore compreso nel range 4-8.

Sono invece del tutto assenti imprese con un valore intrinseco pari ad oltre 1,6 volte il proprio margine operativo lordo (tabella 16).

TABELLA 16 - VALORE DELLE IMPRESE TARGET : ENTERPRISE VALUE /EBITDA

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0,0-4,0	5%	7%	7%	0%
4,0-8,0	20%	20%	7%	20%
8,0-16,0	0%	20%	7%	10%
>16,0	0%	0%	0%	0%
nd	75%	53%	80%	70%

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

Con riferimento alla redditività delle imprese target, rispetto al buy out, le operazioni di *expansion financing* hanno una distribuzione delle imprese per classi di redditività molto più eterogenea (come dimostrano i poco significativi scostamenti tra le percentuali riportate di seguito) (tabella 17).

TABELLA 17 - REDDITIVITA DELLE IMPRESE TARGET : EBITDA/FATTURATO

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
<0	5%	0%	0%	0%
0,0-10,0	25%	27%	40%	20%
11,0-15,0	23%	20%	13%	30%
>15,0	5%	27%	20%	30%
nd	43%	27%	27%	20%

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

TABELLA 18 - REPLACEMENT FINANCING NELLE REGIONI DEI DISTRETTI TECNOLOGICI

Regioni	2006	2007	2008	2009	2010	Totale	2006	2007	2008	2009	2010
Lombardia	0	1	1	1	3	6	0%	17%	11%	33%	60%
Emilia Romagna	1	2	1	1	2	7	33%	33%	11%	33%	40%
Veneto	0	1	0	0	0	1	0%	17%	0%	0%	0%
Piemonte	0	1	1	0	0	2	0%	17%	11%	0%	0%
Totale Italia	3	6	9	3	5	26	100%	100%	100%	100%	100%

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

Le più basse percentuali riportate sopra sottolineano che ancora questa tipologia di operazioni è poco diffusa nelle regioni dei distretti tecnologici. (tabella 18).

Guardando alle motivazioni originanti gli investimenti nel capitale di rischio delle imprese target sotto forma di *replacement financing*, ad eccezione del Piemonte e della Lombardia dove tali investimenti possono essere motivati da altri fattori originanti anche in questo caso la motivazione principale è da ricondurre a cambiamenti nella compagine azionaria di imprese con una struttura di *governance* prettamente familiare (tabella 19).

TABELLA 19 - MOTIVAZIONI ALL'ORIGINE DEL REPLACEMENT FINANCING

Regioni	Family & Private	Local Parent	Foreign Parent	Secondary B-O	Public to Private	Altre motivazioni
Lombardia	0	1	2	0	0	3
Emilia Romagna	4	0	2	0	0	0
Veneto	1	0	0	0	0	0
Piemonte	1	0	0	0	0	1

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

Con riferimento alle specializzazioni settoriali delle imprese target tali operazioni hanno interessato principalmente imprese specializzate nei settori più tradizionali e con uno scarso potenziale innovativo quali i beni di consumo, le attività manifatturiere, i servizi finanziari, la sanità, e altri servizi professionali.

Sono del tutto assenti imprese specializzate nel commercio all'ingrosso e al dettaglio, nell'industria farmaceutica, chimica e nelle tecnologie informatiche (tabella 20).

TABELLA 20 - SETTORI DEL REPLACEMENT FINANCING

Regioni/Settori	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
Beni di Consumo	17%	50%	0%	50%
Prodotti per l'Industria	33%	25%	0%	0%
Alimentare	0%	25%	0%	0%
Sanità	17%	0%	100%	0%
Servizi Finanziari	17%	0%	0%	0%
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	0%	0%	0%	0%
ICT	0%	0%	0%	0%
Industria Chimica	0%	0%	0%	0%
Industria Farmaceutica	0%	0%	0%	0%
Energia	17%	0%	0%	0%
Trasporti	0%	0%	0%	0%
Servizi Professionali	0%	0%	0%	50%

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

Con riferimento agli aspetti dimensionali nella Lombardia sono le imprese di grandi dimensioni ad essere state oggetto di tali investimenti nel capitale di rischio mentre nell'Emilia Romagna ci sono stati casi di imprese target rientranti nella prima classe dimensionale.

Nel Piemonte accanto ad imprese di grandi dimensioni vi sono anche imprese di piccole e medie dimensioni ad essere state oggetto di investimenti rientranti nel comparto finanziario del replacement financing.

Nel Veneto, durante questi anni, è stata registrata soltanto un'operazione di replacement financing che ha interessato un'impresa di piccole dimensioni (tabella 21).

TABELLA 21 - CARATTERISTICHE DIMENSIONALI DELLE IMPRESE TARGET : CLASSI DI FATTURATO

Regioni/Classi di Fatturato	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0-30	17%	50%	100%	0%
31-60	0%	0%	0%	50%
61-100	0%	0%	0%	0%
>101	67%	50%	0%	50%
Nd	17%	0%	0%	0%

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

Per quanto concerne la distribuzione delle imprese target per classe di dipendenti le imprese localizzate in Lombardia appartengono in modo preponderante alla categoria di grandi imprese (ovvero alla quarta classe dimensionale) mentre una distribuzione più diversificata contrassegna le altre tre regioni poste sotto osservazione.

Il Veneto vede invece una totale predominanza di imprese target di piccole dimensioni (tabella 22).

TABELLA22 - CARATTERISTICHE DIMENSIONALI DELLE IMPRESE TARGET : CLASSI DI DIPENDENTI

Regioni/Classi di Dipendenti	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0-50	17%	10%	13%	0%
51-150	0%	20%	33%	50%
151-250	0%	0%	0%	0%
> 251	67%	30%	33%	50%
nd	17%	40%	20%	0%

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

Con riferimento al multiplo di mercato Enterprise Value/Fatturato la maggior parte delle imprese target sono valutate tra le 0,6 e 1 volte il loro fatturato denotando quindi la capacità dell'investitore di valutare le opportunità di trarre *cash flow* futuri a seguito dell'acquisizione di una sua partecipazione al capitale a rischio dell'impresa target.

Nel Piemonte sono anche presenti imprese con un potenziale intrinseco oltre 1,5 volte il proprio fatturato (tabella 23).

TABELLA23- VALORE DELLE IMPRESE TARGET: ENTERPRISE VALUE/FATTURATO

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0,1-0,5	0%	0%	7%	0%
0,6-1,0	33%	83%	13%	50%
1,1-1,5	17%	0%	0%	0%
>1,5	0%	17%	7%	50%
nd	50%	0%	73%	0%

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

Per quanto riguarda invece la distribuzione del secondo multiplo tranne il Piemonte che ospita anche imprese target con un valore di tale indicatore compreso nel terzo range (8%-16%), la maggior parte delle imprese target hanno un valore di tale multiplo compreso nel secondo range (4%-8%).

Sono del tutto assenti imprese con un valore di tale multiplo di mercato rientrante nella terza classe di variazione (tabella 24).

TABELLA24- VALORE DELLE IMPRESE TARGET : ENTERPRISE VALUE /EBITDA

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0,0-4,0	17%	0%	0%	0%
4,0-8,0	33%	67%	13%	50%
8,0-16,0	0%	33%	7%	50%
>16,0	0%	0%	0%	0%
nd	50%	0%	75%	0%

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

Per quanto attiene all'indicatore di redditività delle imprese target sono le imprese localizzate nel Piemonte ad avere la più alta redditività (ragionamento diametralmente opposto per il Veneto).

L'Emilia Romagna e la Lombardia sono invece caratterizzate da una distribuzione delle imprese in termini di redditività maggiormente diversificata (tabella 25).

TABELLA25- REDDITIVITA DELLE IMPRESE TARGET : EBITDA/FATTURATO

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0,0-10,0	17%	17%	100%	0%
11,0-15,0	33%	50%	0%	0%
>15,0	17%	33%	0%	100%
nd	33%	0%	0%	0%

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

Come nel caso precedente le percentuali piuttosto basse (tabella 26) evidenziano l'ancora marginale diffusione di tali operazioni nel mercato nazionale.

Queste operazioni traggono origine sostanzialmente da tre situazioni (tabella 27): in primis la cessione di quote di partecipazione da parte di soggetti privati o membri della famiglia proprietaria ed a seguire la vendita di rami d'azienda o divisioni da parte di gruppi industriali e la cessione di partecipazioni da parte di un investitore ad un altro.

TABELLA26-TURNAROUND FINANCING NELLE REGIONI DEI DISTRETTI TECNOLOGICI

Regioni	2006	2007	2008	2009	2010	Totale	2006	2007	2008	2009	2010
Lombardia	1	1	1	4	1	8	17%	20%	13%	50%	20%
Emilia Romagna	1	2	0	0	1	4	17%	40%	0%	0%	20%
Veneto	1	0	1	2	1	5	17%	0%	13%	25%	20%
Piemonte	4	1	2	3	1	11	67%	20%	25%	38%	20%
Totale Italia	6	5	8	8	5	32	100%	100%	100%	100%	100%

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

TABELLA27-MOTIVAZIONI ALL'ORIGINE DEL TURNAROUND FINANCING

Regioni	Family & Private	Local Parent	Foreign Parent	Secondary B-O	Public to Private	Altre motivazioni
Lombardia	4	1	0	1	0	1
Emilia Romagna	3	0	0	1	0	1
Veneto	3	1	0	0	0	0
Piemonte	3	3	1	2	0	1

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

I settori maggiormente interessati da questa fattispecie operativa del *merchant banking* sono stati in modo preponderante i beni di consumo ed in minima parte i prodotti per l'industria, i servizi professionali, l'industria delle costruzioni, l'energia e le tecnologie informatiche (tabella 28).

TABELLA28- I SETTORI DI INTERVENTO DEL BUY OUT

Regioni	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
Beni di Consumo	50%	60%	80%	60%
Prodotti per l'Industria	17%	0%	20%	20%
Alimentare	0%	0%	0%	0%
Sanità	0%	0%	0%	0%
Servizi Finanziari	9%	0%	0%	0%
Commercio all'ingrosso e al dettaglio	9%	0%	0%	0%
ICT	0%	0%	0%	10%
Industria Chimica	0%	0%	0%	0%
Industria Farmaceutica	0%	0%	0%	0%
Energia	0%	0%	0%	10%
Trasporti	0%	0%	0%	0%
Servizi Professionali	0%	20%	0%	0%
Turismo	0%	0%	0%	0%
Costruzioni	0%	20%	0%	0%

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

Le imprese maggiormente impattate da questa classe di operazioni finanziarie sono state quelle con un fatturato inferiore ai 30 milioni di euro in Lombardia e in Piemonte, compreso tra i 30 e i 60 milioni di euro in Emilia Romagna e nel Veneto (dove con la stessa percentuale sono presenti imprese target sia di piccole dimensioni che di grande dimensioni) (tabella 29).

TABELLA29-LE CARATTERISTICHE DIMENSIONALI DELLE IMPRESE TARGET

Regioni/Classi di Fatturato	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0-30	33%	17%	17%	50%
31-60	17%	33%	33%	10%
61-100	0%	17%	0%	0%
>101	33%	17%	33%	40%
nd	33%	17%	17%	0%

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

Guardando al numero di dipendenti le imprese target oggetto delle operazioni di *turnround financing* rientrano esclusivamente nella categoria di imprese di grandi dimensioni con riferimento all'Emilia Romagna e al Veneto. Nelle altre due regioni sono presenti anche casi di *turnaround financing* su piccole imprese (tabella 30).

TABELLA30-LE CARATTERISTICHE DIMENSIONALI DELLE IMPRESE TARGET

Regioni/Classi di Dipendenti	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0-50	0%	0%	20%	30%
51-150	43%	0%	20%	20%
151-250	29%	0%	20%	10%
> 251	29%	86%	40%	30%
nd	0%	14%	0%	10%

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

Con riferimento al primo multiplo Enterprise value/Fatturato le imprese con maggiore valore intrinseco sono localizzate in Lombardia e subito a seguire in Emilia Romagna mentre nel Piemonte e nel Veneto sono predominanti imprese con un valore di tale indicatore compreso tra i primi due range (tabella 31).

TABELLA31-IL VALORE DELLE IMPRESE TARGET (ENTERPRISE VALUE/FATTURATO)

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0,1-0,5	14%	20%	20%	0%
0,6-1,0	0%	0%	40%	20%
1,1-1,5	0%	20%	0%	0%
>1,5	29%	0%	0%	0%
nd	57%	60%	40%	80%

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

La distribuzione del secondo multiplo di mercato sottolinea che soltanto in Emilia Romagna e Piemonte sono presenti imprese target con un valore intrinseco più alto rientrante nella terza classe di valori mentre nel Veneto e in Lombardia le imprese target hanno un *enterprise value* leggermente inferiore che rientra nella classe di valori precedente (tabella 32).

TABELLA32-IL VALORE DELLE IMPRESE TARGET (ENTERPRISE VALUE/EBITDA)

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
0,0-4,0	0%	0%	0%	0%
4,0-8,0	14%	0%	60%	10%
8,0-16,0	0%	20%	0%	10%
>16,0	0%	0%	0%	0%
nd	86%	80%	40%	80%

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

Per quanto attiene alla redditività delle imprese target tali operazioni hanno interessato principalmente imprese con una redditività rientrante nella seconda classe di valori con l'eccezione del Veneto dove sono presenti anche imprese contrassegnate da una redditività superiore.

Sono del tutto assenti imprese target con valori di tale indicatore compreso nell'ultima classe di valori mentre sono presenti imprese localizzate nella regione Veneto contrassegnate da una redditività negativa e che hanno risentito particolarmente delle ricadute della crisi finanziaria globale (tabella 33).

TABELLA33-LA REDDITIVITÀ DELLE IMPRESE TARGET (EBITDA/FATTURATO)

Regioni/Classi di valore	Lombardia	Emilia Romagna	Veneto	Piemonte
<0	0%	0%	20%	0%
0,0-10,0	43%	40%	20%	10%
11,0-15,0	0%	0%	40%	10%
>15,0	0%	0%	0%	0%
nd	57%	60%	20%	80%

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

4. Metodologia Adottata

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

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

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

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

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

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

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

Il territorio che vede una minore presenza di banche di credito cooperativo e banche popolari è quello della Regione Piemonte (soltanto il 10% delle banche campionate gravita su questo territorio e in termini assoluti soltanto 35 osservazioni che riguardano banche operanti su questo territorio) (tabella 34).

TABELLA34- STRUTTURA DEL CAMPIONE

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

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

Per poter monitorare il livello di diffusione di tale comparto finanziario nell'operatività delle banche locali abbiamo stimato un modello panel ad effetti fissi dal momento che l'obiettivo principale non è quello di verificare se ci sono

significative differenze nell'approccio all'offerta di servizi finanziari avanzati tra le singole banche ma se ci sono discrepanze tra le regioni indagate nell'offerta di tali servizi finanziari avanzati.

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

5. Variabili del Modello

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

La prima variabile (**TDRS**)² fornisce delle informazioni sul contributo nell'ambito dei ricavi da servizi delle attività di compravendita di titoli obbligazionari.

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

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

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

La terza variabile (**CFRS**)³ fornisce delle informazioni sull'incidenza media percentuale delle commissioni generate dai crediti di firma su ricavi netti da servizi ed in particolare sull'utilizzo da parte delle banche locali di *covenants* finanziari ossia clausole che garantiscono il diritto al riscatto delle quote di partecipazione in caso di mancato raggiungimento di prefissati parametri economico-finanziari.

L'ultima variabile (**DFRS**)⁴ fornisce una misurazione dell'incidenza media percentuale delle attività finanziarie e in particolare delle partecipazioni nella clientela imprese sotto forma di dividendi.

A queste variabili esplicative abbiamo aggiunto delle dummy regionali (Regio) che sono state incrociate con ciascuna delle variabili esplicative (e che individuano se le banche locali operano prevalentemente in una delle quattro regioni attenzionate) (tabella 35).

TABELLA35 - VARIABILE DIPENDENTE E VARIABILI ESPLICATIVE DEL MODELLO STIMATO

Redditività (Variabile dipendente)	Margine di interesse/Margine di intermediazione
TDRS	Titoli di debito/Ricavi da servizi
TCRS	Titoli di capitale/Ricavi da servizi
CFRS	Garanzie commerciali/Ricavi da servizi
DRS	Dividendi su attività disponibili per la vendita/Ricavi da servizi

5.1 Risultati Ottenuti: un'interpretazione economica

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

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

$$\text{Redditività} = \beta_{11} + \beta_1 \text{TDRS}_{it} * \text{Regio} + \beta_2 \text{TCRS}_{it} * \text{Regio} + \beta_3 \text{CFRS}_{it} * \text{Regio} + \beta_4 \text{DRS}_{it} * \text{Regio} + e_{it}$$

² "Sia per i titoli di debito che per i titoli di capitale Voce 80- Sezione 4 della Nota Integrativa"

³ "Nota Integrativa-Altre Informazioni-Garanzie rilasciate di natura commerciale"

⁴ "Voce 70- Sezione 3 della Nota Integrativa"

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

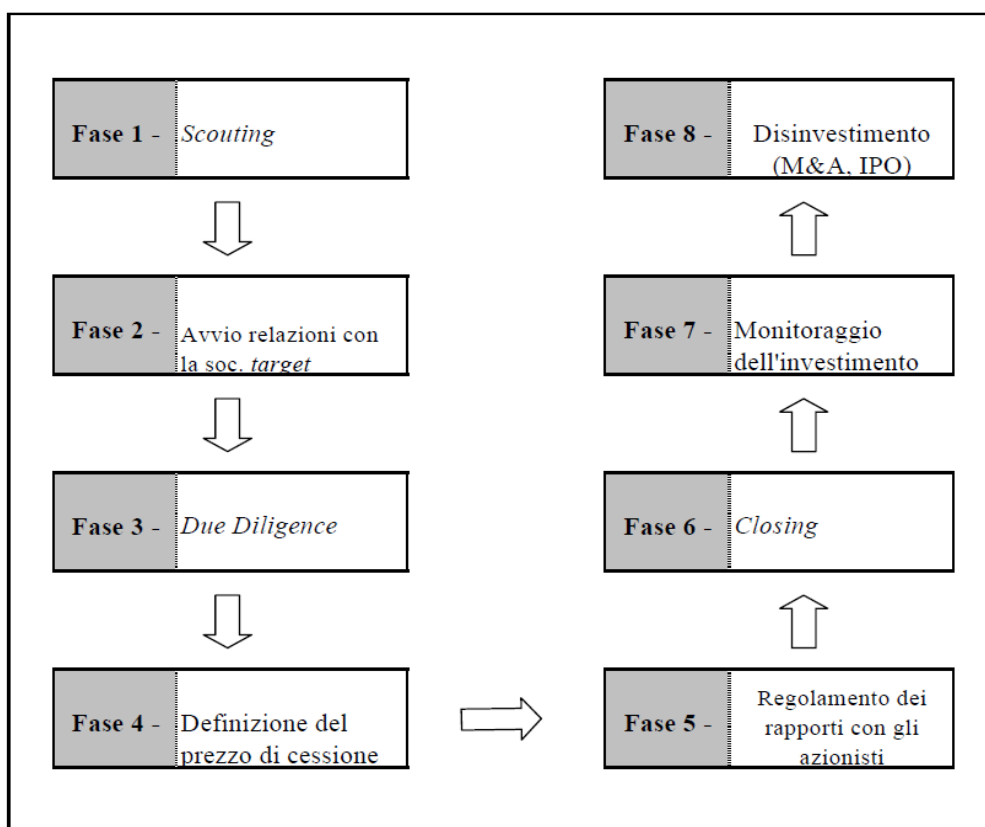


Figura 1: Il processo produttivo di un intermediario nel comparto finanziario del private equity, Capizzi(2006)

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Pertanto sotto questo profilo, assume una rilevanza cruciale anche la capacità di visione complessiva e di gestione della complessità possedute dalle figure del *client manager*, *category manager* e *professional*⁵.

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

6. Considerazioni conclusive: Quali sfide culturali ed organizzative affrontare?

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

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

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

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

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

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

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

Pur tuttavia la realizzazione di una *business unit* focalizzata sul segmento di domanda *corporate* non è una fase immediata per questa tipologia di banche; infatti, la trasformazione dell'identità di tali banche in partner finanziari globali delle imprese necessita di specifiche competenze non soltanto relazionali ma soprattutto tecniche, finanziarie, fiscali, industriali/settoriali, di pianificazione e controllo strategico.

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

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

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

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

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

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

Probabilmente tali banche hanno cercato di sostituire tale profilo con altre figure organizzative ad esempio l'analista del credito o il direttore di filiale⁶.

⁵“Per una descrizione delle funzioni di questi tre ruoli professionali rinviamo alla lettura di Baravelli(2003)”.

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

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

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

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

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

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

Un'altra possibile spiegazione della scarsa diffusione dei servizi finanziari avanzati di *corporate banking* nel sistema di offerta delle banche locali campionate può essere ricondotta alla constatazione che in tali banche ha predominato la figura organizzativa del *corporate banker* "banchiere" consulente globale nei confronti di PMI dalle esigenze finanziarie limitate piuttosto che quella di un *corporate banker* "facilitatore" capace di promuovere all'interno della banca il valore della relazione con il cliente (ovvero non più il consulente che si limita a vendere la banca al cliente ma che vende il cliente alla banca dimostrando la profittabilità della relazione nel tempo).

Riferimenti Bibliografici

- Baravelli M. "Strategie competitive nel corporate banking", Bancaria Editrice, Roma 2001;
- Baravelli M., "Strategie e organizzazione della banca", Edizioni Egea, Milano 2003;
- Baravelli M e altri, "Banche e rischio di credito in Sicilia: riorganizzazione della funzione creditizia e nuove relazioni tra banche e imprese", Edizioni Egea, Milano 2002;
- Baravelli M., Omarini A., "Le strategie competitive nel retail banking: segmentazione della clientela, modelli organizzativi e politiche commerciali", Bancaria Editrice Roma 2005;
- Bofondi M., Gobbi G., "Bad loans and entry into local credit markets", Temi di discussione del Servizio Studi, Banca d'Italia, n.509 Roma (2004);
- Bonaccorsi A., Nesci F., "I distretti tecnologici in Europa", Edizioni Franco Angeli Milano 2006;
- Bresnahan T., Gambardella A. e Saxenian A., "Old Economy' Inputs for 'New Economy' Outcomes: Cluster formation in the New Silicon Valleys", in "Industrial and Corporate Change", 10(4), 2001;
- Brighi P., "Il ruolo delle banche regionali nei servizi alle imprese: teorie ed evidenze empiriche del relationship lending" in Corigliano R.(2006)
- Capizzi V., "Il patrimonio di competenze alla base dell'attività di investment banking e corporate finance: identificazione dei trend evolutivi", Working Paper Università del Piemonte Orientale A. Avogadro Novara 2001;
- Capizzi V., "L'investment banking in Italia", Bancaria Editrice Roma 2007;
- Caruso A., "Strategie e organizzazione dei servizi di corporate banking:i grandi gruppi e le banche regionali", in Corigliano R.(2006);
- Caselli S., "Corporate banking per le piccole e medie imprese", Bancaria Editrice, Roma 2001;
- Cesaroni F., Piccaluga A., "Distretti industriali e distretti tecnologici: modelli possibili per il mezzogiorno", Franco Angeli, Milano 2003;
- Comana M., "Le banche regionali fra credito e gestione del risparmio", Bancaria Editrice, Roma 2005;
- Conca V., Ricciardi V., "Credit crunch, contrazione della liquidità e LBO: quali cambiamenti nel mercato del leveraged finance", in Economia & Management, n.1, 2009;
- Cooke P. e Huggins R., "Il cluster dell'alta tecnologia di Cambridge", in Sviluppo locale, n. 16, pp. 34-60;
- Cooke P., Uranga M.G., Etxebarria G., "Regional innovation systems: institutional and organizational dimensions" in "Research Policy", 26, pp-475-491, 1998;
- Cooke P., "Regional systems of innovation: an evolutionary perspective", in "Environmental Planning", 30, pp. 1563-1584, 1998;

⁶Baravelli (2002)".

- Corigliano R., *“Corporate banking, credito e finanza delle imprese: strategie per la crescita e ruolo delle banche regionali”*, Bancaria Editrice Roma 2006;
- De Braud C., Gabelli S., *“Corporate banking per le piccole e medie imprese”*. Edizioni McGraw-Hill, Milano 2008;
- De Laurentis G., *“Strategy and Organization of Corporate Banking”*, Edizioni Springer, Berlino 2005;
- De Young R., W.C. Hunter, G. F. Udell, *“The past, present and probable future for community bank”*, in Journal of Financial Services Research, vol.25. n.2-3, pp.85-133;
- De Young R., W.C. Hunter, G. F. Udell, *“Whiter the community bank?”* in Journal of Financial Services Research, vol 25, n.2-3, pp. 81-84 (2004);
- Edquist C., *“Systems of innovation: technologies, institutions and organizations”*, London 1997, Pinter ;
- Enbicredito, *“I fabbisogni professionali e formativi nel settore del credito”* Edizioni Il Mulino Milano 2003;
- Etzkovitz H., e Leydesdorff L., *“The dynamics of innovation: from National Systems and Mode 2 to a Triple Helix of University-Industry-Government Relations”*, Research Policy, 29, pp. 109-123 (2000);
- Fiordiliso F., *“Manuale del merchant banking”*, Bancaria Editrice Roma 2003;
- Forestieri G., *“Corporate e investment banking”* Edizioni Egea, Milano 2005;
- Lavoratorini R., *“Distretti tecnologici e ruolo della banca del territorio: il caso Genova”*, In Economia e Diritto del Terziario, n.3, 2008;
- Lazzeroni M., *Distretti tecnologici e sviluppo locale: metodologie di identificazione e di analisi*, Paper presentato al convegno : Sviluppo locale: metodologie e politiche, Napoli, 2004;
- Lucianetti L., *“Profili economico aziendali delle banche locali: una ricerca sul campo”*, Giappichelli Editore, Torino 2008;
- Lundwall B.A., *“Introduction”*, in Lundwall B.A. *“National systems of innovation: towards a theory of innovation and interactive learning”*, London Pinter, pp. 1-19;
- Lundwall B.A e Johnson B., *“The learning economy”*, in Journal of Industry Studies, vol. 1, n.2, pp.23-42;
- Maskell P., *“Knowledge creation and diffusion in geographic clusters”*, in International Journal of Innovation Management, n. 2, pp. 213-237, 2002.;
- Palmucci F., *“L’offerta di servizi di corporate banking e la domanda da parte delle imprese”* in Corigliano R.(2006);
- Pelliccioni G., *“Le opportunità e i vincoli per le banche regionali nei servizi di corporate banking”* in Corigliano R.(2006);
- Piccaluga A., *“I distretti tecnologici in Italia: esperienze in corso e prospettive future”*, MIUR, 2003;
- Porter M., *“Clusters and new economics of competition”*, in "Harvard business Review", 1998;
- R. Lanzara e M. Lazzeroni, *“Metodologie per l’innovazione territoriale”*, Franco Angeli, 2001;
- Rapporti Osservatorio PEM-LIUC Anni Vari;
- Rullani E. , *“Dimenticare Christaller”* in Economia e politica industriale, n. 107, pp. 45-57, 2000;
- Schiavone F., *“Conoscenza, imprenditorialità, reti: valore e innovazione nei distretti tecnologici”*, Edizioni Cedam 2008;
- Storper M., *“Le economie locali come beni relazionali”*, in Sviluppo locale, n. 5, pp. 5-42, 1997;
- Torluccio G., *“Strategie di corporate banking e percorsi di crescita delle imprese”* in Corigliano R.(2006);

APPENDICE 1 - LE BANCHE LOCALI INDAGATE

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

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

Numero di Osservazioni = 355

Banche Campionate = 71

R² : stimatore within= 0.3931

R² : stimatore between = 0.0011

R² stimatore OLS = 0.0674

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

REDDITIVITÀ: VARIABILE DIPENDENTE

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

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

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