

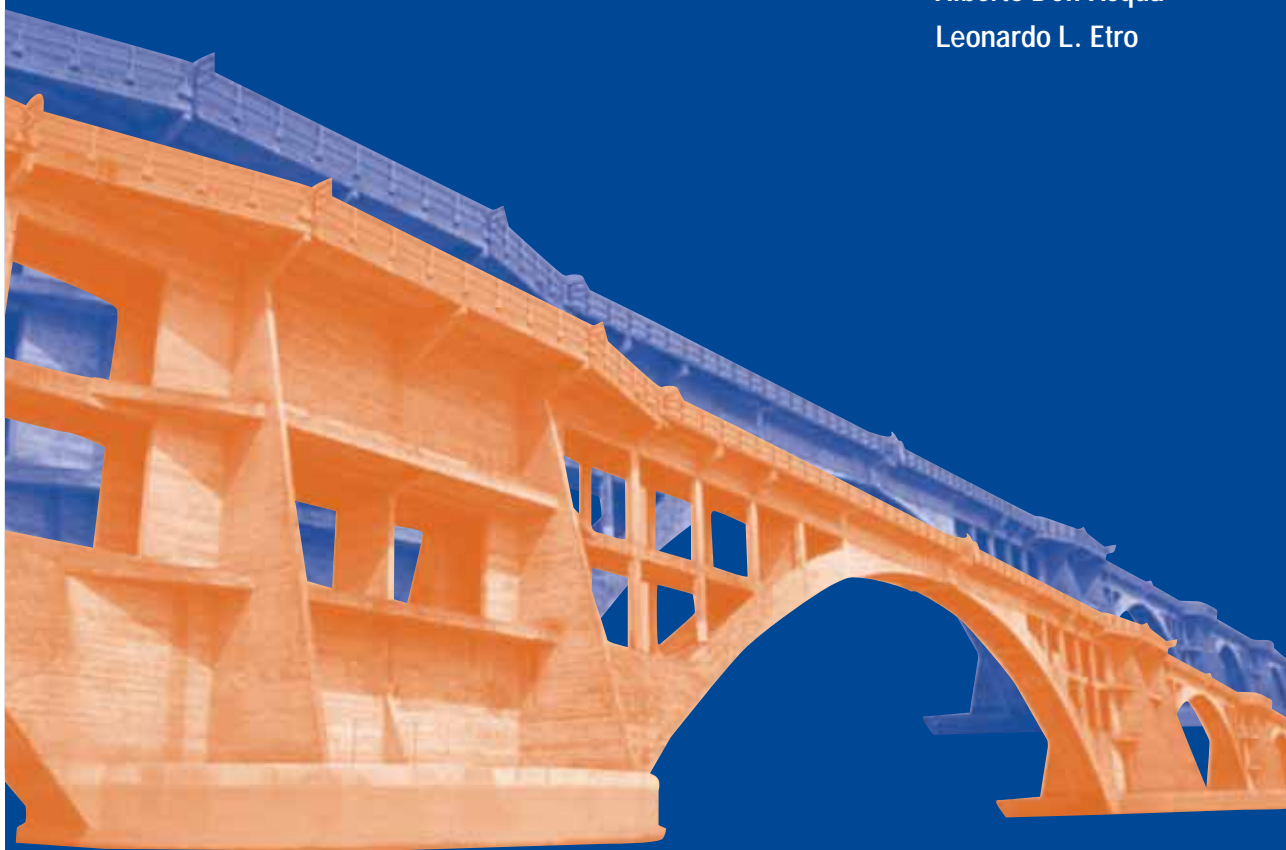


CONFINDUSTRIA
Giovani Imprenditori

UN PONTE PER LA CRESCITA

**Imprese, banche e finanza
per il futuro del Sistema Italia**

Renzo A. Cenciarini
Maurizio Dallochio
Alberto Dell'Acqua
Leonardo L. Etro



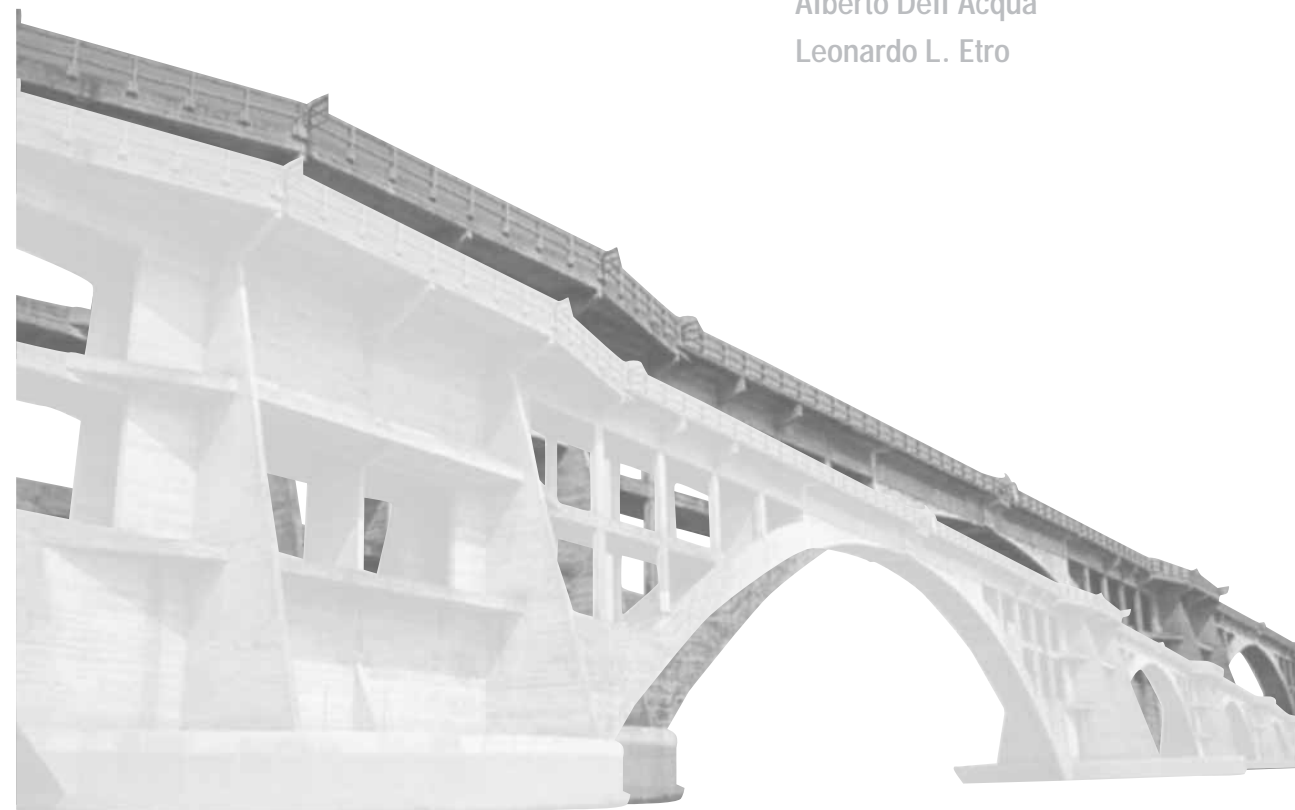
GANGEMI  EDITORE



UN PONTE PER LA CRESCITA

Imprese, banche e finanza
per il futuro del Sistema Italia

Renzo A. Cenciarini
Maurizio Dallochio
Alberto Dell'Acqua
Leonardo L. Etro



PREFAZIONE

Il sistema produttivo italiano ha saputo, negli ultimi anni, superare le difficili sfide dettate dalla prima fase della globalizzazione, quella della caduta delle barriere che proteggevano dai concorrenti “low cost” del Far East.

Oggi, ci troviamo ad affrontare quella che è stata definita la “seconda era” del mercato globale, caratterizzata dalla dominanza degli interessi nazionali e delle scelte politiche dei singoli Governi, in grado di determinare la centralità o la marginalità di un Paese sullo scacchiere mondiale.

In questo delicato contesto, le nostre imprese non possono più essere lasciate da sole. Il gap di competitività accumulato negli ultimi dieci anni ha reso l'Italia un Paese “provinciale”, in cui fare impresa vuol dire, spesso, compiere un percorso ad ostacoli in un ambiente poco favorevole.

Nel sistema Italia è molto carente l'uso della leva più importante per la crescita delle nostre aziende: la finanza d'impresa. È un terreno sul quale siamo in forte ritardo: la struttura finanziaria delle nostre pmi è meno evoluta rispetto ai concorrenti europei, minore è l'offerta di capitale di rischio, molto meno diversificati gli strumenti a disposizione. Spesso l'impresa minore non ha la possibilità concreta di scegliere tra diverse fonti di finanziamento, penalizzata dalla scarsa presenza di venture capital e private equity, di soggetti finanziari che possano investire sullo sviluppo delle nostre imprese. Dobbiamo aprire il mercato a questi nuovi strumenti, incentivando il loro arrivo dall'estero, per attrarre in Italia il capitale che si muove a velocità vorticoso sui mercati della finanza mondiale.

Attraverso questa pubblicazione, dunque, cerchiamo di indagare le prospettive di crescita e di internazionalizzazione delle pmi italiane alla luce degli strumenti finanziari a disposizione.

L'obiettivo di fondo è quello di stimolare la costruzione di un rapporto continuo e virtuoso tra imprese ed istituti di credito, che consenta di affermarsi insieme sui mercati del nuovo boom economico, cogliendo le opportunità che derivano dalla straordinaria forza del brand Italia nel mondo.

Vorrei concludere questa prefazione ringraziando Matteo Colaninno, Presidente dei Giovani Imprenditori di Confindustria, per la grande disponibilità e attenzione con la quale ha seguito l'intero progetto e tutti i membri del Comitato Economia e Finanza d'Impresa, per il tempo dedicato e l'impegno profuso in questi mesi di lavoro.

Un ringraziamento sincero anche a Paolo Cuccia e ai dirigenti di Abn Amro per la qualità della collaborazione che hanno voluto offrirci e per aver creduto fin dall'inizio nel nostro progetto.

Sono grata, infine, alla Sda Bocconi per l'indispensabile sostegno scientifico ed intellettuale e per il valore dei temi trattati nell'analisi che pubblichiamo.

Federica Guidi
Vice Presidente Giovani
Imprenditori Confindustria

PREFAZIONE

Abbiamo con piacere e grande impegno aderito all'invito dei Giovani Imprenditori di Confindustria a partecipare al progetto di approfondimento del rapporto tra l'economia del nostro Paese e le sfide che ci propone la globalizzazione.

Il tema è noto. L'economia italiana cresce meno di altre e, anche se alcune nostre straordinarie imprese si distinguono sul panorama internazionale, non sempre risultiamo emergere nei confronti diretti. I Giovani Imprenditori di Confindustria e ABN AMRO hanno pertanto deciso di affidare l'approfondimento di questi temi alla Scuola di Direzione Aziendale dell'Università Bocconi di Milano, uno dei più prestigiosi centri di ricerca esistenti.

Negli incontri del Comitato Guida del progetto (a cui hanno partecipato numerosi imprenditori, diversi colleghi della Banca insieme al team della SDA Bocconi) sono emersi due importanti filoni di indagine: la finanza d'impresa e le strategie di internazionalizzazione.

È chiaro a tutti che questi due aspetti non risolvono da soli la complessità e le difficoltà di un Paese ad economia avanzata con alti costi di struttura e la tendenza all'invecchiamento, ma certamente banche e operatori finanziari possono e devono fare di più con l'aiuto delle istituzioni, delle agenzie di copertura del rischio paese e delle entità di supporto all'esportazione.

ABN AMRO ha dimostrato di poter contribuire in due ambiti. La presenza e come tale la conoscenza dei mercati con maggiori prospettive di crescita, i cosiddetti BRICS (Brasile, Russia, India e Cina) e l'impegno verso il nostro Paese dimostrato da una ormai trentennale presenza, nonchè dai recenti rilevanti investimenti nel sistema bancario italiano.

Ma il nostro impegno non si limita alle imprese. Sono infatti obiettivo del nostro quotidiano impegno anche i rapporti con il sistema bancario e finanziario italiano in uno spirito di leale e fruttuosa "co-competition". Competere dove necessario, collaborare dove opportuno.

Ringrazio il Presidente Matteo Colannino, il VicePresidente Federica Guidi, tutti i Giovani Imprenditori della Confindustria e la Confindustria stessa per questa opportunità di confronto e di approfondimento. Ringrazio il team di ricerca della SDA Bocconi per l'entusiasmo dimostrato e per il risultato raggiunto.

Paolo Cuccia
ABN AMRO
Country Executive
Managing Director

PROFILO DEGLI AUTORI

Renzo A. Cenciarini

Direttore dell'Area Finanza Aziendale e Immobiliare della SDA Bocconi, è inoltre Lecturer di M&A e Corporate Restructuring and Development presso L'Università Bocconi di Milano. Ha conseguito l'MBA presso la Harvard Business School.

Le principali aree di interesse e di ricerca: private equity, venture capital; aspetti strategici e finanziari delle operazioni di finanza straordinaria.

Maurizio Dallochio

Titolare della cattedra Lehman Brothers di Finanza Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano, è stato Dean della SDA Bocconi fino al febbraio 2006. Ha pubblicato monografie, articoli, saggi e casi in ambito nazionale ed internazionale. Ricopre ruoli di rilievo in seno a primarie Istituzioni.

Alberto Dell'Acqua

È Docente di Finanza Aziendale nell'Università Bocconi e presso l'Area Finanza Aziendale e Immobiliare della SDA Bocconi. Ha conseguito un Ph.D. in Finanza ed è stato *Visiting Fellow* presso la School of Finance and Economics della University of Technology, Sydney (AUS). I suoi interessi e temi di ricerca sono: finanza delle piccole e medie imprese, valutazione d'azienda, gestione strategica e finanziaria delle imprese industriali.

Leonardo L. Etno

È Docente presso l'Area Finanza Aziendale e Immobiliare della SDA Bocconi. È inoltre Professore a contratto di Finanza Aziendale e di Cash Management e Gestione dei Rischi Finanziari nei corsi *undergraduate* dell'Università Bocconi di Milano. I suoi interessi e temi di ricerca sono: finanza delle piccole e medie imprese, valutazione d'azienda, quotazione in Borsa, gestione della tesoreria e operazioni di finanza straordinaria.

INDICE

Prefazione	15
------------	----

PARTE I – IL DEBITO (di S. Bonini, L. Gori, S. Motta)

Capitolo 1. Il rapporto Banca-Impresa (di L. Gori)	19
1.1 Introduzione	19
1.1.1 Presentazione della situazione attuale dell'impresa italiana	21
1.1.2 La situazione nell'Europa dell'Est	23
1.2 La struttura finanziaria	25
1.2.1 Il problema della struttura finanziaria	25
1.2.2 Ipotesi d'Irrilevanza della Struttura del Capitale (MM, 1958)	25
1.2.3 Trade-Off Hypothesis	26
1.2.4 La presenza di capitale azionario: l'interpretazione di Berens e Cuny	27
1.2.5 Free cash flow theory (Jensen e Meckling, 1976)	28
1.2.6 La definizione della struttura finanziaria secondo la Pecking Order Theory	30
1.2.7 Evidenze empiriche a supporto della Pecking Order Theory	31
1.2.8 Le scelte finanziarie delle imprese italiane	32
1.2.9 Market Timing e Capital structure	34
1.3 Rapporto Banca-Impresa alla luce di Basilea	36
1.3.1 Il Nuovo Accordo di Basilea	36
1.3.2 Alcuni fattori determinanti per la concessione del credito: rating, default, e maturity	38
1.3.3 Le relazioni personali dopo Basilea	39
1.4 La comunicazione tra Banca e Impresa	40
1.4.1 Il Business Plan	40
1.4.2 Business plan e comunicazione	42
1.4.3 La crescita delle imprese: modalità e strumenti	42
1.4.4 Confronto tra Grandi Imprese e PMI	42
Capitolo 2. Crescita e fonti di finanziamento (di S. Bonini, S. Motta)	45
2.1 Modelli di crescita interna e esterna	45
2.2 Debito e processi di internazionalizzazione	49
2.2.1 L'internazionalizzazione come veicolo di crescita	49
2.2.2 Crescita estera	49
2.2.3 Le risposte del sistema bancario italiano al fenomeno, ricerca empirica	51
2.2.4 Il caso Cina nelle strategie delle istituzioni bancarie	53
Capitolo 3. Strumenti innovativi di debito (di S. Bonini, S. Motta)	55
3.1 I principali strumenti innovativi per le PMI	55
3.1.1 Il Mezzanine Finance	55

3.1.2 I Prestiti Partecipativi	57
3.1.3 I Consorzi di garanzia fidi	57
3.1.4 Il Leasing	59
3.1.4.1 Il contratto di leasing	60
3.1.4.2 Leasing operativo	61
3.1.4.3 Leasing Finanziario	62
3.1.4.4 Leasing di godimento	62
3.1.4.5 Leasing traslativo	62
3.1.5 I Bond di distretto	63
3.2 Accenni ad altri strumenti innovativi di debito	63
3.2.1 Il Project Finance	63
3.2.2 Il Leverage Buy Out	64
3.3 Formule di copertura	67
3.3.1 Il rifinanziamento del debito	67
3.3.2 Il Collar	67
Conclusioni (di S. Bonini, L. Gori)	69
Bibliografia	70

PARTE II – IL CAPITALE DI RISCHIO E I MERCATI (di M. Dallochio, A. Dell'Acqua)

Capitolo 1. Il mercato del <i>Private equity</i> e del <i>Venture capital</i> (di M. Dallochio)	75
1.1 <i>Private equity</i> e <i>Venture capital</i> : aspetti definitivi	75
1.2 Il mercato italiano del <i>private equity</i>	77
1.3 Il mercato europeo del <i>private equity</i>	86
1.4 Le strategie di disinvestimento: lo sviluppo delle IPO quali modalità di uscita	91
Capitolo 2. L'AIM e l'Expandi: due mercati a confronto (di A. Dell'Acqua)	95
2.1 Le caratteristiche dell'analisi	95
2.2 Requisiti di accesso e caratteristiche del processo di quotazione	96
2.3 I requisiti di permanenza	102
2.4 Dimensione e composizione del mercato	105
2.5 I costi di quotazione	122
2.6 Il grado di liquidità del mercato	126
2.7 I vantaggi fiscali della quotazione	128
Conclusioni (di M. Dallochio, A. Dell'Acqua)	133
Bibliografia	135

PARTE III – IL SOSTEGNO PUBBLICO ALL'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE IMPRESE ITALIANE (di R.A. Cenciarini, L.L. Etro, O. Pettinato)

Introduzione. La necessità del sostegno pubblico all'internazionalizzazione delle imprese italiane (di R. A. Cenciarini)	141
Capitolo 1. Andamento mondiale di produzione e scambi (di R.A. Cenciarini, O. Pettinato)	143
1.1. La situazione economica internazionale dal 2000 ad oggi	143
1.2. La congiuntura economica italiana	149
1.2.1. Andamento del Prodotto Interno Lordo	149
1.2.2. Il saldo del conto corrente	151
1.2.3. Investimenti diretti all'estero	158
1.2.4. L'internazionalizzazione delle Regioni italiane	160
1.3. L'effetto della dimensione aziendale sull'internazionalizzazione	166
1.3.1. Piccole imprese	167
1.3.2. Medie imprese	168
1.3.3. Grandi imprese	168
Capitolo 2. Gli organismi nazionali a sostegno dell'internazionalizzazione (di L.L. Etro, O. Pettinato)	171
2.1. Incentivi e assistenza a sostegno dell'internazionalizzazione	171
2.1.1. La rete integrata per l'internazionalizzazione	173
2.2. Ministero del Commercio Internazionale	175
2.2.1. Dimensione istituzionale	175
2.2.2. Servizi offerti	176
2.2.3. Le Camere di Commercio	179
2.3. Ministero degli Affari Esteri	181
2.3.1. Dimensione istituzionale e funzioni	181
2.4. Ice (Istituto per il Commercio Estero)	184
2.4.1. Dimensione istituzionale	184
2.4.2. I servizi offerti	185
2.5. Simest (Società Italiana per le Imprese all'Estero)	194
2.5.1. Dimensione Istituzionale	194
2.5.2. Servizi offerti	197
2.6. Sace (Servizi Assicurativi del Commercio Estero)	214
2.6.1. Dimensione Istituzionale	214
2.6.2. Prodotti offerti	216
2.6.3. Interventi effettuati	223
2.7. Sviluppo Italia	238
2.7.1. Dimensione istituzionale	238
2.7.2. Servizi offerti	239
2.8. Ipi, Buonitalia ed Enit	246

2.8.1. Ipi (Istituto per la Promozione Industriale)	246
2.8.2. Buonitalia	248
2.8.3. Enit (Ente Nazionale Italiano per il Turismo)	250
2.9. Informest	251
2.9.1. Dimensione Istituzionale	251
2.9.2. Servizi offerti	251
2.9.3. Interventi effettuati	253
2.10. Finest	255
2.10.1. Dimensione Istituzionale	255
2.10.2. Servizi offerti	255
2.11. Matrice Istituti – Prodotti	259
2.11.1. Istituti a sostegno dell'Internazionalizzazione	259
2.11.2. Istituti finanziatori	259
Capitolo 3. Casi di successo (di L. L. Etro, O. Pettinato)	265
3.1. Tecnocap S.p.A. (Simest)	265
3.1.1. Descrizione del partner italiano	265
3.1.2. Progetto d'investimento	266
3.1.3. Motivazioni strategiche	266
3.1.4. Rapporto con Simest	267
3.2. Colacem S.p.A. (Simest)	268
3.2.1. Descrizione del partner italiano	268
3.2.2. Progetto d'investimento	268
3.2.3. Mercato di riferimento e motivazioni strategiche	269
3.2.4. Rapporto con Simest	269
3.3. Gruppo Sol (Simest)	370
3.3.1. Descrizione del partner italiano	270
3.3.2. Progetto d'investimento	271
3.3.3. Mercato di riferimento e motivazioni strategiche	271
3.3.4. Rapporto con Simest	272
3.4. Gruppo Danieli (Sace)	273
3.4.1. La società	273
3.4.2. Sace e Danieli	273
3.4.3. Iter della polizza e vantaggi	274
3.5. Perfora (Sace)	275
3.5.1. La società	275
3.5.2. Sace e Perfora	275
3.5.3. Iter della polizza e vantaggi	275
3.6. Gruppo Trevi (Sace)	277
3.6.1. La società	277
3.6.2. Sace e Perfora	277
3.6.3. Iter della polizza e vantaggi	278
Appendice	281
Bibliografia	288

PARTE IV – LA VOCE AGLI IMPRENDITORI (di E. Teti)

Capitolo 1. Finanza e crescita delle imprese Italiane. Un'analisi empirica	293
Introduzione	293
1.1 Parte prima: Anagrafica dell'azienda	293
2.1 Parte Seconda: Finanza e Crescita	298
2.1.1 La crescita odierna e le aspettative per il futuro	298
2.1.2 Gli strumenti di debito	303
2.1.3 Gli strumenti di <i>equity</i>	306
2.1.4 Gli strumenti di finanza agevolata per l'internazionalizzazione e la relazione con le Banche	307

APPENDICE

Questionario di indagine su finanza e crescita delle imprese italiane	314
---	-----

PREFAZIONE

La globalizzazione dei mercati e la conseguente minaccia di una più agguerrita competizione dei paesi con esiguo costo della manodopera e di quelli che presentano una maggiore capacità di investimento in R&S rappresentano una grande sfida per le imprese italiane. Alla luce di ciò le nostre imprese nei prossimi anni saranno principalmente chiamate ad un processo di espansione internazionale sia per vie commerciali sia per vie produttive in modo da poter aumentare il raggio d'azione e la competitività su più vasta scala.

A tal fine la presente pubblicazione si pone l'obiettivo di indagare quali strumenti di debito, di equity e di "finanza agevolata" possano aiutare l'imprenditore italiano nel processo di internazionalizzazione.

Il libro è suddiviso in quattro parti di cui la prima ("il debito") si concentra sulle problematiche di struttura finanziaria delle imprese italiane e dei cambiamenti di comunicazione banca-impresa alla luce dei nuovi accordi di Basilea 2. L'attenzione viene posta sugli strumenti di debito innovativi come sostegno all'impresa nel processo di internazionalizzazione e sulla presenza estera dei gruppi bancari italiani o operanti in Italia.

La seconda parte ("il capitale di rischio e i mercati") analizza i fondi di private equity/venture capital e la quotazione in borsa sui mercati AIM e Expandi come mezzi di finanziamento con capitale di rischio dell'attività imprenditoriale in un'ottica di espansione internazionale. Nei due capitoli sono messi in evidenza limiti e pregi del ricorso a queste tipologie di finanziamento esterno.

La pubblicazione nella sua terza parte presenta una rassegna dettagliata e attenta delle istituzioni pubbliche (o prevalentemente pubbliche) che sostengono finanziariamente, assistono e sponsorizzano le esperienze internazionali delle imprese nostrane. L'obiettivo di questa parte è fornire all'imprenditore italiano un manuale pratico sulle modalità essenziali di accesso e reperibilità delle fonti di sostegno pubblico allo sviluppo estero.

Da ultimo, la quarta parte del lavoro passa la parola agli imprenditori italiani sulle tematiche affrontate nelle prime tre parti con un'attenta analisi tramite questionari diffusi presso i Giovani Imprenditori di Confindustria.

Per concludere questa introduzione non possiamo esimerci dal ringraziare chi a vario titolo ha creduto e ci ha supportato in questo progetto. Fondamentale è stato il contributo d'esperienza imprenditoriale della Dott.ssa Guidi, Vicepresidente dei Giovani Imprenditori di Confindustria e di tutto il Comitato Economia e Finanza d'impresa per indirizzare i nostri sforzi di ricerca durante l'intero periodo di analisi. Un sentito ringraziamento va al Dott. Baldacci, al Dott. Gatto, alla Dott.ssa Moffa e al Dott. Tellini di SACE per la disponibilità ed il tempo dedicatoci e al Dott. Tilli e all'Ing. D'Aiuto di SIMEST che ci hanno sempre accolto con grande simpatia e cordialità aiutandoci a portare a compimento con entusiasmo e dedizione il progetto di ricerca.

Siamo inoltre riconoscenti all'Ing. Cuccia, al Dott. Franceschi, all'Avv. Scala, e al Dott. Spinelli di ABN Amro per aver aderito all'iniziativa mettendo a nostra disposizione la platea sempre qualificata e stimolante del Gruppo ABN Amro – Antonveneta. Siamo sempre grati ai nostri colleghi dell'Area Finanza Aziendale e Immobiliare della SDA Bocconi per i continui stimoli intellettuali e le proficue discussioni che animano il nostro lavoro, e non da ultimo per il loro supporto d'amicizia.



CONFINDUSTRIA
Giovani Imprenditori

PARTE I

IL DEBITO

¹ Stefano Bonini, Assistant Professor presso l'Università Bocconi di Milano e Docente dell'Area Finanza Aziendale e Immobiliare SDA Bocconi.
Leonella Gori, Assistant Professor dell'Area Finanza Aziendale e Immobiliare SDA Bocconi.
Stefania Motta, Assistant Professor dell'Area Finanza Aziendale e Immobiliare SDA Bocconi.

A cura di
Stefano Bonini
Leonella Gori
Stefania Motta¹

CAPITOLO 1. IL RAPPORTO BANCA-IMPRESA (di L. Gori)

1.1 Introduzione

Il sistema bancario italiano ha registrato, nell'ultimo decennio, profonde e notevoli modifiche. A partire dagli anni Novanta, è stato intrapreso un processo di privatizzazione e consolidamento del sistema bancario che ha dato luogo ad una consistente riduzione – pari al 30% – del numero delle banche sul territorio italiano.²

In Italia, più che in altri Paesi europei, il credito bancario costituisce la principale forma di finanziamento esterno per le imprese. Secondo i dati raccolti dalla Commissione Europea nel database BACH – *Bank for the Accounts of Companies Harmonised* – l'indebitamento bancario assume nel nostro Paese un peso quasi doppio rispetto alla Francia, alla Germania e alla Spagna: 29% contro il 15% sul totale del debito. Nel mondo imprenditoriale e dei *policy makers*, alcuni paventano che il processo di consolidamento del sistema bancario abbia comportato una riduzione della disponibilità di credito per le aziende, soprattutto di piccole e medie dimensioni.³ Questo timore si fonda in particolare su due argomentazioni tra loro collegate: la prima è legata alla preoccupazione che le banche più grandi – quelle formatesi in seguito alle concentrazioni – possano essere meno propense a concedere finanziamenti alle piccole imprese, che quindi vedono decurtato il credito a loro disposizione. La scarsa propensione deriverebbe a sua volta da uno svantaggio comparato delle banche maggiori nei confronti di quelle più piccole, maggiormente radicate nel territorio e più adatte a farsi interlocutrici delle imprese di più modeste dimensioni. La seconda si basa sulla perdita di rilevanza delle informazioni cosiddette “non codificate” e difficili da incorporare nella valutazione per una grande banca, che utilizza criteri di analisi più oggettivi. Tali informazioni andrebbero dunque perse, con possibilità di ripercussioni negative sulla disponibilità del credito alle aziende. Pur riconoscendo che tali timori non siano privi di fondamento, è indubbio che l'articolazione diffusa della rete bancaria sul territorio nazionale ha contribuito positivamente allo sviluppo del sistema imprenditoriale italiano.

È innegabile che, in Italia, il modello basato sulla relazione localistica e diretta abbia contribuito a garantire continuità della fornitura del credito, ma è anche vero che esso non ha incentivato gli imprenditori alla crescita e all'innovazione.⁴ Il banchiere di un piccolo istituto locale è infatti solito prediligere la continuità, la tradizione, la crescita, senza alimentare la creazione di grosse fratture di proprietà o di management; è disponibile ad aiutare l'imprenditore in difficoltà, ma non a stimolare il cambiamento.⁵ Si tratta dunque di un rapporto influenzato da un alto grado di conservatorismo, fatto che emerge con chiarezza quando si analizzano due sue ulteriori caratteristiche: la tendenza delle aziende ad intraprendere relazioni creditizie con più intermediari – il fenomeno del “multiaffidamento” – e la diffusa presenza di garanzie. Secondo i dati della Centrale dei Rischi al 31/12/2004, riferiti ad un campione rappresentativo di oltre

² Cfr. “Disegno di legge N.1267, 20 Marzo 2002”.

³ Cfr. E. Salza, *Il sistema produttivo e il rapporto Banca e Impresa*, Camera di Commercio, Milano 2004.

⁴ Cfr. A. di Majo, M.G. Pazienza, B. Triberti, *Le scelte di finanziamento delle imprese minori*, Disefin, 2005.

20.000 imprese, le aziende italiane tendono, infatti, a farsi affidare in media da 7 istituti diversi. Gli stessi evidenziano inoltre che circa l'82% delle imprese presenta affidamenti assistiti da una garanzia reale o personale.

Dai suddetti dati è inoltre possibile desumere che queste due caratteristiche del rapporto banca-impresa sono legate in modo significativo e importante, tra le altre cose, ad aspetti della *governance* imprenditoriale. Le aziende che presentano un modello di *governance* di tipo non codificato, tendenzialmente caratterizzato da una minore trasparenza informativa o più in generale da un minor livello di protezione dei terzi creditori, si contraddistinguono per avere un maggior grado di multiaffidamento e/o una più gravosa richiesta di garanzie. Ciò indurrebbe a pensare che multiaffidamento e garanzie costituiscano dei meccanismi assicurativi utilizzati dalle banche per far fronte alla difficoltà nel valutare le imprese affidate. Tale difficoltà risulterebbe particolarmente elevata nel caso di aziende di media dimensione, che si caratterizzano per una struttura di *governance* e un'opacità informativa simili a quelle delle piccole imprese, ed un livello di multiaffidamento prossimo invece a quello delle grandi imprese. Circostanze che suggerirebbero un grado di avversione al rischio delle banche nei confronti di queste imprese e che potrebbe riflettere proprio la difficoltà nel formularne un giudizio relativo al merito di credito.

È anche possibile evidenziare una relazione tra alcuni tratti della *governance* delle imprese e il grado di multiaffidamento: si può infatti notare che le aziende con un modello di *governance* non codificato e con un più alto grado di multiaffidamento presentano una tendenza a finanziare le attività immobilizzate con passività a breve. Fatto che avvalorare la tesi del conservatorismo di un rapporto banca-impresa basato su relazioni locali o tipo informale e informazioni non codificate e che, peraltro, proprio in relazione alla presenza del multiaffidamento non consente di stabilire relazioni stabili e durature tra le imprese e i propri finanziatori.

È evidente come questo possa costituire un vincolo significativo allo sviluppo delle imprese italiane, soprattutto di medie dimensioni, la cui crescita limitata o talora assente costituisce una delle note più dolenti e frequentemente evidenziate nell'attuale dibattito sui problemi dell'economia italiana.

Esistono però due elementi che smentiscono i timori sulla riduzione della disponibilità del credito alle imprese conseguenti a modifiche nella struttura del sistema bancario.

Il primo è rappresentato proprio dai cambiamenti incorsi nella struttura del sistema bancario nel corso dell'ultimo decennio: un'evoluzione che ha reso gli istituti di credito più stabili ed efficienti.⁵

I benefici di tale ritrovata efficienza si possono oggi apprezzare nel contesto di una situazione congiunturale alquanto difficile, in cui le banche italiane non hanno mancato di fornire il loro sostegno alle imprese. Il tasso di crescita degli impieghi alle società non finanziarie, nella contingente e ciclica fase negativa, è risultato molto superiore rispetto a quello registrato in momenti di analoghe difficoltà congiunturali, come la recessione del 1993-1994 e il rallentamento del 1996. Ciò può naturalmente riflettere le condizioni della domanda, legate tra gli altri fattori, al basso livello dei tassi d'interesse, ma è certo che le banche hanno assecondato la domanda di credito delle imprese.

Si è osservata, inoltre, una significativa crescita del credito a medio lungo termine, che ha favorito modo il riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese caratterizzata ancora da un eccessivo peso del debito a breve (soprattutto di natura bancaria).

Questa tesi è peraltro confermata da alcune verifiche empiriche condotte dalla Banca d'Italia.⁷ In esse si mostra come i guadagni in efficienza seguiti al processo di consolidamento ne abbiano più che compensato i costi e abbiano inoltre smentito il rischio della riduzione di disponibilità di credito per le imprese medie e piccole, ad eccezione di un temporaneo rallentamento della dinamica del credito, peraltro concentrato nelle categorie di prestito di peggiore qualità.

Quest'ultimo elemento dimostra che, a seguito di un processo di consolidamento, vengono affinati i criteri di selezione della clientela, innalzando l'efficienza complessiva della banca ed espandendone la capacità di offerta in modo permanente.

Il secondo elemento che smentisce i timori sulla riduzione della disponibilità di credito alle imprese medie e piccole è legato al ruolo della tecnologia: i progressi compiuti nella capacità di elaborazione di una grande mole di informazioni ha permesso alle banche di compiere notevoli passi avanti nella valutazione del merito creditizio delle imprese da affidare e affidate. Tale fatto rende meno rilevante la distinzione tra i due modelli di rapporto banca-impresa tradizionalmente contrapposti: quello relazionale, basato sui rapporti locali e l'utilizzo di informazioni *soft* e non codificate, e quello transazionale, in cui invece prevalgono informazioni *hard* e criteri oggettivi. I sistemi informativi attuali consentono infatti di incorporare nelle stesse operazioni di erogazione e gestione del credito buona parte delle informazioni *soft*, che in passato costituivano un patrimonio non trasferibile del solo addetto fidi. Il progresso della tecnologia ha in definitiva ridotto lo svantaggio competitivo delle grandi banche rispetto a quelle più piccole nelle relazioni con le piccole e medie imprese.

1.1.1 Presentazione della situazione attuale dell'impresa italiana

In un sistema Paese che affianca ad autorevoli competenze di natura imprenditoriale e ad una riconosciuta leadership in alcuni settori industriali una percepibile sofferenza competitiva acuita negli ultimi anni dalla congiuntura economica non favorevole, che ha condotto a descrivere uno scenario di tendenziale declino della competitività, il panorama economico evidenzia la presenza congiunta di alcuni grandi gruppi industriali e di un microcosmo di imprese organizzate secondo una peculiare forma di capitalismo reticolare dislocata sul territorio nazionale ma concentrata prevalentemente nelle regioni centrali e settentrionali. Peculiare della realtà italiana è la presenza di "grappoli" produttivi spontanei a radicata base territoriale (distretti industriali). La formula imprenditoriale del Paese si è dimostrata vincente lungo un arco temporale di alcuni decenni conducendo l'Italia a posizioni ragguardevoli a livello anche sovranazionale ma non appare più in grado, se non modificata in funzione del nuovo quadro economico, di assicurare il mantenimento della crescita e la difesa del ruolo italiano.

Le nuove esigenze evolvono verso un'intensa necessità di sostegno e finanziamento alla ricerca al fine di consentire, in primo luogo ai distretti, di dotarsi dell'opportuna rete di competenze ed infrastrutture che ne permettano il definitivo decollo nei confronti del mercato interno ed estero. È proprio da questo secondo mercato che provengono le principali e più temibili sfide. Il prodotto estero è sempre più spesso estremamente concorrenziale, a causa sia dei minori costi operativi (manodopera in primis) sostenuti dalle aziende, sia della crescente qualità dei manufatti e servizi esportati nel territorio europeo e nazionale da produttori dislocati altrove ed, in particolare, in Oriente.

Gli interrogativi che si pongono all'indomani dell'avvento della moneta unica riflettono le perplessità e i ti-

⁵ Cfr. R. Firpo, *La banca come punto di riferimento per le imprese*, Camera di Commerci, Milano, 2002.

⁶ Cfr. G. Forestieri, *Verso un sistema bancario e finanziario europeo*, Einaudi, 2004.

⁷ Si veda il recente saggio a cura di Fabio Panetta *Il sistema bancario italiano negli anni novanta. Gli effetti di una trasformazione* in cui tali ricerche sono raccolte.

mori di un sistema produttivo del tutto peculiare (quale quello italiano) la cui fragile e diffusa capillarità rischia di infrangersi priva dell'ancora della svalutazione e di una presenza attiva e propositiva nei settori a più evoluta tecnologia.

L'apertura globale dell'economia rende di fatto inesistenti le frontiere nazionali per una grande varietà di prodotti e servizi.⁸

In secondo luogo è fondamentale riconoscere il ruolo che la grande impresa deve ricoprire, posizione ottenibile solo promuovendone la crescita tecnologica e l'innovazione nei settori maggiormente strategici. Il capitalismo reticolare, anima dell'imprenditorialità italiana, attraversa una fase in cui sorgono angosce più o meno giustificate, alimentate dalle pressioni competitive internazionali, dal ruolo dei grandi gruppi industriali nell'economia complessiva, dalle nuove condizioni di reperibilità dei capitali di credito, sancite dal Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale (Basilea II), ancora dibattuto e non pienamente compreso dalle aziende italiane, spesso a conduzione familiare e talvolta digiune di competenze finanziarie altamente qualificate, che temono di vedere ridotte le proprie possibilità di accesso al prestito bancario.

Stabilizzato il contesto macroeconomico, si impone adesso il raggiungimento di obiettivi sfidanti in termini microeconomici, tesi ad accrescere la competitività territoriale ed industriale del Paese per mezzo di investimenti infrastrutturali, il finanziamento focalizzato della spesa per ricerca e sviluppo, la flessibilità dei fattori produttivi. Sono compresi nell'elenco il perseguimento di politiche di liberalizzazione dei mercati e di privatizzazione, nonché la formazione di adeguati assetti di *"corporate governance"* per le imprese maggiori ed il miglioramento delle leve gestionali e finanziarie per le piccole e medie aziende.

Nella realtà italiana, tratteggiata in sintesi, una tradizionale fonte di sostegno per lo sviluppo delle imprese è rappresentata dal debito, cui le aziende ricorrono spesso quando l'autofinanziamento o il capitale di rischio conferibile dall'imprenditore non sono sufficienti alla copertura di tutti gli investimenti previsti.

Il ricorso al *leverage* si presenta endemico nel tessuto industriale italiano ed europeo – continentale. Le motivazioni alla base di tale scelta finanziaria sono da ricercare sia nella dimensione media delle aziende, difficilmente tale da consentire un facile accesso al listino azionario, sia in un diffuso atteggiamento culturale che privilegia l'accentramento della proprietà ed il mantenimento della compagine azionaria entro i confini familiari dei fondatori dell'impresa.

Tali prime considerazioni consentono di delineare i tratti fondamentali dell'economia industriale italiana, organizzata secondo un modello di *"capitalismo reticolare"* che coinvolge in particolar modo il Nord ed il Centro del Paese.

Ciò non deve indurre a ritenere l'industria nostrana priva di entità di considerevole livello dimensionale, presenti ed attive in campi di rilevanza economica talora strategica, bensì permette di sviluppare riflessioni fondamentali al fine di descrivere l'assetto finanziario delle imprese e le logiche che ne guidano lo sviluppo e l'ampliamento delle fonti di capitale disponibili.

Il ricorso al debito annovera tra i principali vantaggi la maggiore rapidità di ottenimento dei fondi necessari rispetto a procedure più articolate e complesse, quali la quotazione, consentendo inoltre all'impresa un maggiore margine di discrezionalità riguardo al grado di trasparenza informativa verso il mercato finanziario e gli investitori.

Gli obblighi di *disclosure* sui programmi, l'attività ed i risultati conseguiti dall'impresa si configurano invece tra i principali svantaggi del ricorso a forme di finanziamento più aperte ed orientate al mercato, come

illustra la *"Pecking Order Theory"*, tesi elaborata dalla letteratura finanziaria⁹, al fine di spiegare il grado di preferenza del sistema imprese per le diverse forme di finanziamento, che individua nei doveri informativi la principale causa di preferenza dell'indebitamento privato presso il sistema bancario rispetto al ricorso al mercato obbligazionario o al listino azionario da parte delle aziende considerate nella loro globalità.

La teoria può certamente suggerire un'interpretazione del comportamento delle aziende dell'Europa continentale ed italiane, spiegazione che si arricchisce di ulteriori elementi se si considera la matrice prevalentemente familiare del tessuto imprenditoriale del nostro Paese.

Non a caso frequenti crisi che talvolta sfociano persino nella chiusura dell'attività si verificano nei momenti di passaggio generazionale, che prevede necessariamente l'accordo di almeno una parte degli eredi riguardo l'indirizzo strategico da intraprendere affinché sia garantita la continuità gestionale dell'azienda. La sfida della competitività è irrinunciabile anche a livello europeo, dove la globalità dei mercati e le logiche concorrenziali sempre più attese importate dall'attività dei e nei Paesi emergenti impone cambiamenti e revisioni del modello imprenditoriale di entità non dissimile da quelli necessari in Italia.

1.1.2 La situazione nell'Europa dell'Est

Un altro caso di interesse, è quello dei Paesi della Nuova Europa. Anche in quest'area del continente europeo il sistema bancario ha subito nell'arco di un solo decennio una profonda trasformazione, che ha portato ad un cambiamento sostanziale del ruolo delle banche. Al termine di una fase di ristrutturazione e privatizzazione si è ottenuto l'ingresso di notevoli flussi di capitale estero. Le banche straniere sono entrate nel mercato per lo più acquisendo il controllo delle maggiori istituzioni finanziarie locali, in parte gradualmente attraverso operazioni *greenfield*. Oggi il capitale estero svolge un ruolo dominante nel settore bancario della Nuova Europa. Le attività delle banche straniere rappresentano quasi ovunque (con l'eccezione della Slovenia, dove il trend di sviluppo è differente) il 70% del mercato e le istituzioni maggiori di ogni Paese sono ora sotto il controllo estero.

Ancora più significativo è il fatto che il controllo delle attività sia nelle mani di cinque o sei gruppi bancari internazionali, veri e propri attori strategici che tendono a considerare la regione come un secondo mercato domestico in cui crescere. Qui, divenuti importanti *players* locali, hanno importato la propria esperienza nelle attività commerciali, nel *risk management* e nel settore tecnologico, contribuendo così allo sviluppo del sistema bancario dell'area e assumendo al contempo un forte impegno nei confronti delle economie locali.

I cambiamenti strutturali sopra accennati hanno evidentemente determinato effetti anche sul mercato del credito alle imprese, il cui sviluppo sta avvenendo in modo graduale ma continuativo. Nei primi anni di transizione le banche hanno principalmente accumulato depositi, finanziato il Governo locale o sono venute in soccorso alle grandi imprese statali.

Tutto ciò è ancora più rilevante se si considera la peculiarità dell'ambiente locale, dove mancano infrastrutture appropriate. Nella maggior parte dei Paesi dell'Europa orientale, intatti, manca un sistema di Centrale dei rischi, strumento essenziale per valutare il grado di rischio di credito associato a una singola società; le Banche Centrali stanno introducendo e gestendo sistemi simili per scopi di vigilanza, ma il loro impiego è ancora poco diffuso.

Persistono d'altro canto significativi vincoli di accesso al credito per le imprese. Un'interessante ricerca condotta dall'EBRD – European Bank for Reconstruction and Development – sulla struttura finanziaria delle imprese mostra che le società fanno in gran parte affidamento sui propri fondi interni per finanziare sia il *working capital* sia i progetti di investimento. Le risorse interne coprono più del 50% dei fondi destinati alla copertura del *working capital* e dal 40 al 50% degli investimenti. L'accesso al finan-

⁸ Cfr. R. Corigliano, *Corporate banking, credito e finanza dell'impresa*, 20006

⁹ Rif. Myers and Majluf, 1984.

ziamento esterno è di solito più facile per le grandi società, mentre le piccole e medie imprese incontrano vincoli più seri. Per quanto riguarda il finanziamento bancario, secondo la medesima ricerca, le banche (sia locali sia di proprietà estera) forniscono sino al 10/20% del finanziamento (mentre le piccole imprese prendono a prestito dalle banche anche meno del 10% del fabbisogno totale di finanziamento). Il resto proviene da canali informali.

Un'importante peculiarità riguarda la rilevanza di una banca principale, finanziatore primario dell'impresa. Questo fenomeno, più che essere la conseguenza di una stretta relazione banca-impresa capace di superare le asimmetrie informative, deriva dalla forte *collateralizzazione* che condiziona l'accesso al finanziamento bancario (di solito il valore facciale della garanzia accessoria – *collateral* – ammonta al 150-200% del valore del prestito). Di conseguenza le società tendono a stabilire relazioni e a stipulare linee di credito solo con una banca, quella che detiene il *collateral*. Rimane così uno spazio limitato per l'ingresso di altre banche.

Le motivazioni citate motivano l'attesa di uno sviluppo delle infrastrutture del sistema bancario, con la conseguente riduzione delle asimmetrie informative, la migliore gestione del *collateral* e la disponibilità crescente di informazioni finanziarie affidabili; a ciò farà seguito una diminuzione dei vincoli esistenti e la creazione di un mercato più efficiente. Un altro aspetto molto importante, dove si evidenzia la necessità di sviluppo, è il miglioramento dell'informazione finanziaria delle società, in particolare delle PMI, per le quali ad oggi il livello di trasparenza finanziaria è ancora molto basso e si ripercuote negativamente sulla possibilità delle banche di concedere loro credito senza un forte ricorso al *collateral*. Una spinta in questa direzione può essere certamente fornita dal Nuovo Accordo di Basilea, che richiede più trasparenza nella comunicazione della situazione finanziaria delle imprese. Sino ad oggi le economie in transizione hanno compiuto considerevoli progressi nell'allineare le leggi agli standard internazionali. È possibile affermare che la loro struttura regolamentare e di supervisione sta convergendo verso quella dei paesi dell'Europa occidentale. A fronte di ciò i governi della Nuova Europa dovrebbero rafforzare ulteriormente la loro struttura di informazione sui crediti. Essi dovrebbero anche rafforzare i diritti dei creditori, promuovendo la legislazione sulla bancarotta e sul *collateral*, in conformità con i migliori standard internazionali.

Anche il sistema bancario può giocare un ruolo attivo e importante. Le banche possono infatti decidere di offrire agli imprenditori l'assistenza e la consulenza necessarie per aiutarli a fornire la documentazione finanziaria adeguata e, quindi, essere meno soggetti ai vincoli indotti dall'informazione asimmetrica. *Business plan* standardizzati o software di simulazioni sono un esempio dei possibili prodotti forniti dalle banche per supportare le PMI nella preparazione delle domande di credito. È anche desiderabile lo sviluppo di altre fonti finanziarie, come il *leasing*, il *factoring* e il *trade credit*, già utilizzati e preferiti dalle PMI in molti Paesi. Queste forme sono particolarmente adatte a risolvere i problemi che sorgono dall'asimmetria informativa e a supportare le imprese con un buon potenziale ma con poca liquidità, come quelle presenti nella Nuova Europa, che crescono velocemente per raggiungere le caratteristiche dell'Europa occidentale.

Le banche estere possono però essere ancora più pro-attive. Combinando le proprie specifiche competenze con la conoscenza locale, sono in grado contribuire al miglioramento del profilo di rischio, della reputazione e del *risk management* delle banche locali, rafforzando la stabilità finanziaria dei Paesi della Nuova Europa e favorendo la convergenza del sistema bancario verso gli standard occidentali.

1.2 La struttura finanziaria

1.2.1 Il problema della struttura finanziaria

Per ogni attività che l'azienda decide di includere nel proprio portafoglio, essa necessita di approvvigionarsi di risorse che le consentano di intraprendere l'operazione considerata.

È questo un principio di universale validità, che asserisce l'uguaglianza tra gli impieghi e le fonti presenti in un complesso aziendale autonomo.

Il primo motivo per cui ogni impresa deve attentamente valutare le proprie decisioni di finanziamento è quindi ravvisabile nel fatto che non può assolutamente prescindere da esse per continuare la propria attività.

Semplificando, le scelte effettuabili dalle società possono essere divise in tre macrocategorie: è possibile optare per un finanziamento derivante da fondi che la società ha ottenuto a titolo di debito, oppure da capitali versati dagli azionisti, o ancora si può ricorrere all'autofinanziamento, cioè, principalmente, agli utili che l'impresa stessa ha prodotto grazie alla propria attività e non ha distribuito a titolo di dividendo.

Le decisioni prese dalle imprese a tale proposito costituiscono uno tra gli aspetti più delicati della gestione. Molti studiosi hanno dibattuto la spinosa questione dell'articolazione delle scelte di finanziamento delle società e delle ripercussioni che la preferenza per una determinata struttura finanziaria ha sul valore dell'impresa.

Modigliani e Miller sono giunti, nel 1958, alla dimostrazione dell'invariabilità del valore dell'impresa pur in ipotesi di diverse scelte di finanziamento.

1.2.2 Ipotesi d'Irrilevanza della Struttura del Capitale (MM, 1958)

Modigliani e Miller prendono avvio dalla definizione di valore d'impresa come somma dei diritti finanziari vantati nei confronti dell'impresa, riconducibili al debito ed al capitale azionario. Attraverso considerazioni riconducibili agli effetti dell'arbitraggio giungono a dimostrare l'uguaglianza del valore di due imprese identiche in tutti gli aspetti tranne nella struttura finanziaria a patto che non vi siano elementi d'imperfezione nel mercato ed in particolare in assenza d'imposte.

L'introduzione di tale costo modifica l'affermazione di invariabilità del valore, che, nell'impresa indebitata, risulta più elevato nella misura in cui gli interessi passivi corrisposti dall'azienda sono in grado di generare uno scudo fiscale (ossia un risparmio d'imposta) determinato dalla deducibilità degli stessi ai fini della determinazione del reddito imponibile. Conseguenza è che il valore della società indebitata è espresso dalla seguente relazione:

$$V_L = V_U + T_C \times B$$

Dove V_L = valore impresa indebitata, V_U = valore dell'impresa priva di debito e $T_C \times B$ = valore attuale dello scudo fiscale generato dagli oneri finanziari.

Gli Autori hanno studiato anche il problema, strettamente collegato a quello della configurazione della struttura finanziaria di un'impresa, della determinazione del costo del capitale che le società devono sostenere per disporre di fondi con cui finanziarsi.

Gli azionisti di un'impresa indebitata, ottenendo una remunerazione residuale dopo il pagamento dei creditori, sopportano un maggiore rischio rispetto ai soci di un'impresa che non ha effettuato ricorso

al debito e ciò si traduce in un più alto rendimento atteso da parte degli azionisti dell'impresa indebitata, che affrontano il rischio di una più elevata variabilità dei propri rendimenti.

La principale conclusione cui si giunge esaminando il ruolo delle imposte è che l'introduzione di capitali di terzi nella struttura finanziaria giova all'impresa, in quanto ne aumenta il valore grazie allo scudo fiscale che il debito è in grado di generare. Ma le decisioni delle società in merito alla composizione delle fonti di finanziamento non appaiono orientate al raggiungimento di una struttura finanziaria costituita da solo debito. La realtà è molto più complessa, ed ulteriori fattori sono tenuti in considerazione dalle aziende nell'effettuare le scelte di approvvigionamento di capitali.

Un livello eccessivo di debito, in particolare, è da sconsigliare perché i benefici che il debito stesso procura vengono meno se l'impresa ricorre in misura sconsiderata ai mezzi di terzi per sostenere la propria attività ed i propri investimenti.

1.2.3 Trade-Off Hypothesis

La teoria di MM non considera i rischi collegati all'eccesso di debito per l'impresa, quali la possibilità di incorrere in un dissesto finanziario, e gli elevati costi ad esso collegati; un livello di indebitamento troppo alto rende l'ulteriore ricorso a tale tipologia di capitali molto onerosa, in quanto i creditori percepiscono i considerevoli rischi cui si espongono finanziando una società già pesantemente gravata da oneri finanziari.

Il "*Trade-off model*" indica che, nella scelta della modalità di finanziamento, una società effettua una valutazione tra benefici del debito e costi del dissesto e ricerca una struttura finanziaria ottimale.

Il grafico evidenzia l'incidenza dei costi del dissesto sul valore d'impresa, e spiega perché è preferibile non ricorrere ad un utilizzo smodato del debito nella struttura finanziaria.

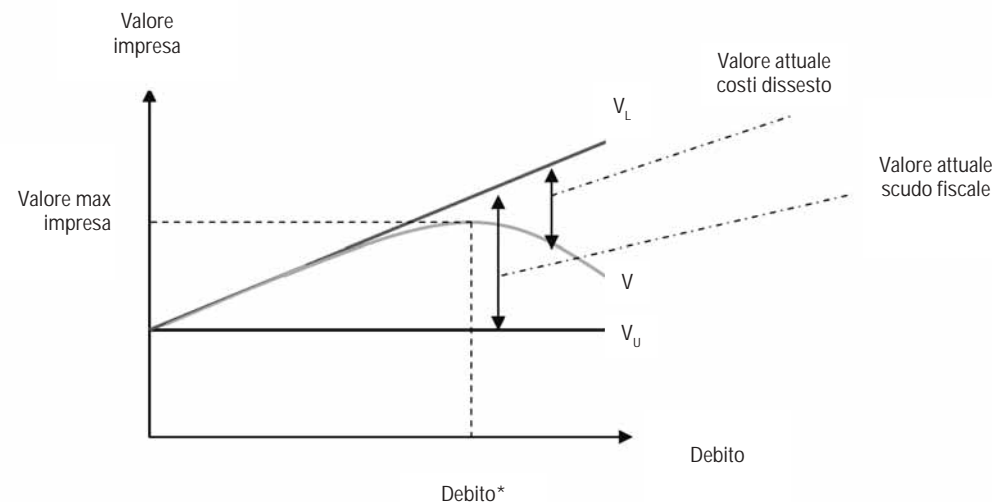


Figura 1. Trade-Off Model

Debito* = Quantità ottimale di debito

$$V_L = V_U + T_c \times B$$

V = Valore corrente dell'impresa

V_U = Valore di un'impresa priva di debito

Come rappresentato nella figura, il debito, grazie all'effetto fiscale, incrementa il valore dell'impresa, ma contemporaneamente, da un certo livello di *leverage* nella struttura finanziaria, iniziano a manifestarsi i costi di un eventuale dissesto, che erodono il beneficio generato dallo scudo fiscale. È così possibile individuare un punto di massimo del valore corrente dell'impresa, situato appena prima che il costo di un'unità marginale di debito superi il beneficio fiscale che essa apporta all'azienda.

Quando l'impresa versa in serie difficoltà, infatti, gli azionisti possono porre in atto alcune azioni a scapito dei creditori, quali intraprendere investimenti ad elevatissimo rischio nella speranza che si verifichi lo scenario più favorevole ed essi possano accaparrarsi buona parte del valore creato, danneggiando però i creditori se si realizzano le attese peggiori poiché può essere distrutto valore aziendale; oppure possono tentare di deliberare distribuzioni straordinarie di dividendi; ancora, può determinarsi un notevole incentivo a non investire più nell'impresa.

Tutti questi comportamenti si traducono in un maggiore costo del debito, perché i creditori si proteggono esigendo un più alto tasso d'interesse.

Nel tentativo di ridurre il costo del capitale di prestito, gli azionisti spesso stipulano accordi con i creditori volti alla tutela di questi ultimi da politiche, attuabili dai titolari di capitale proprio, che potrebbero danneggiarli. Gli azionisti appongono cioè alcune clausole ai contratti che l'impresa pone in essere con gli obbligazionisti, nei quali assicurano di astenersi da determinati atti che potrebbero pregiudicare gli interessi dei creditori o ridurre l'ammontare di risorse disponibili per il loro soddisfacimento. Anche la stesura periodica di rendiconti finanziari è classificabile tra le azioni volte a consolidare il rapporto con i finanziatori.

Se il *trade-off model* non costituisce una metodologia quantitativa universalmente applicabile per determinare quantitativamente il livello d'indebitamento ottimale per le singole imprese, ha però il pregio di evidenziare alcune variabili che un'introduzione non ben ponderata del debito può condurre fuori controllo.

1.2.4 La presenza di capitale azionario: l'interpretazione di Berens e Cuny

In realtà non sono solo i costi dell'indebitamento a giustificare la presenza di capitale azionario tra le fonti di finanziamento utilizzate nella pratica dalle società.

Al proposito J.L. Berens e C.L. Cuny dell'Università di California at Irvine espongono nel loro *paper* "*Inflation, Growth and Capital Structure*" una recente teoria tesa a fornire una ulteriore spiegazione della presenza di azioni nella struttura finanziaria di una società.

Gli Autori giungono a motivare la presenza di capitale di rischio in una società al di là dell'esistenza dei costi del fallimento.

Infatti, un'impresa in condizioni di steady state, capace di generare una redditività costante nel tempo e priva di possibilità di crescita, in un mondo con bassi costi del dissesto, può considerare di adottare una strategia di finanziamento che prevede solo l'impiego di debito, scegliendo la forma d'indebitamento cui corrispondono ogni esercizio oneri pari al reddito prodotto.

In tal modo l'impresa non avrà bisogno di emettere azioni, in quanto non residuano utili da distribuire ai potenziali conferenti capitale di rischio. Inoltre, poiché con un livello di debito pari al 100% non re-

siduano significativi redditi da assoggettare a tassazione, data la deducibilità degli interessi passivi, la società non trarrebbe comunque vantaggio da un livello d'indebitamento inferiore.

Il valore della società è il valore di mercato del debito, poiché gli obbligazionisti sono gli unici che vantano diritti sull'impresa.

Introducendo una nuova categoria di portatori di interessi, gli azionisti, contemporaneamente introdurrebbe anche il fisco, ossia costi puri che diminuiscono il valore dell'impresa.

Per questo motivo, un'impresa priva di prospettive di crescita può ritenere ottimale una struttura finanziaria costituita da solo debito.

Un'impresa che ha prospettive di crescita, invece, e che desideri seguire una politica simile, deve incrementare il debito ogni esercizio in percentuale uguale al tasso di sviluppo dei redditi, in modo da mantenere l'eguaglianza tra i redditi prodotti e gli oneri finanziari da sostenere, al fine di sottrarsi al fisco.

Ma un'impresa in crescita ha un valore attuale più elevato di un'impresa che non ha attese di sviluppo. Esiste cioè una differenza positiva tra il valore corrente dell'impresa ed il valore del debito presente nello stesso momento nell'azienda.

Poiché il valore dell'impresa è per definizione la somma dei diritti vantati su di essa da azionisti ed obbligazionisti, la differenza emersa corrisponde al valore del capitale di rischio investito nell'impresa.

Gli Autori dimostrano che a risultati simili si giunge anche in caso di inflazione.

Poiché la crescita e l'inflazione sono situazioni che si presentano nella maggior parte dei casi reali, esse configurano una motivazione che spiega la presenza di capitale di rischio nelle imprese e che prescinde dalla presenza di costi legati al fallimento.

1.2.5 Free cash flow theory (Jensen e Meckling, 1976)

Si è visto che se si può conseguire un beneficio fiscale dall'indebitamento, grazie alla detrazione degli interessi passivi dall'imponibile, e se si tengono d'altra parte in considerazione i costi del dissesto, è possibile costruire una teoria della struttura finanziaria ottimale.

Allargando l'orizzonte temporale d'osservazione, si nota però che le imprese statunitensi inserivano debito nella loro struttura finanziaria ancor prima che venissero introdotte le imposte sul reddito. Ciò suggerisce che il rapporto di indebitamento ottimale (se esiste) può essere spiegato anche da fattori diversi dallo scudo fiscale e dai costi del dissesto.

Jensen e Meckling (1976) propongono una soluzione basata sulla presenza di costi di agenzia del capitale proprio e del debito.

È noto, innanzitutto, che l'esistenza di problemi di *moral hazard* condiziona significativamente la politica di finanziamento e di investimento mediante la manifestazione di diverse forme di conflitti d'interesse, che si instaurano sia tra *managers* e azionisti sia tra azionisti e mercato dei capitali (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Miller, 1972).

Il primo caso (costi di agenzia del capitale proprio), consiste nella possibilità che i *managers* agiscano nel perseguimento di interessi personali che possono anche divergere da quelli propri dell'impresa (Jensen, 1986). Tale contrapposizione di interessi (che impone costi di agenzia all'impresa) può esplicitarsi grazie alla discrezionalità dei *managers* nel controllo del *free cash flow*. Il *free cash flow* è costituito dai flussi di cassa in eccesso a quelli richiesti per finanziare tutti i progetti a valore attuale positivo.

Un elevato livello del *free cash flow* attribuisce al manager un forte potere decisionale che può manifestarsi attraverso comportamenti quali il perseguimento di obiettivi di crescita che superano la dimensione ottimale (*over-investment*) o un utilizzo improprio del *free cash flow*, che viene sprecato piuttosto che distribuito agli azionisti.

Il potere discrezionale del *management* può essere attenuato dagli impegni finanziari connessi all'indebitamento. In questa prospettiva, le imprese con una disponibilità finanziaria rilevante dovrebbero essere caratterizzate da una probabilità maggiore di ricorrere al debito.

Infatti, poiché il pagamento degli interessi sul debito riduce la disponibilità dei flussi di cassa e quindi la discrezionalità dei *managers*, gli azionisti possono utilizzare l'indebitamento come strumento per attenuare il problema di *moral hazard*.

Un'acquisizione ostile od un *leveraged buyout (LBO)* potrebbero ridurre significativamente i costi di agenzia del capitale proprio¹⁰. In tal senso un aumento del *leverage* vincola la possibilità del management di porre in essere scelte d'espansione piuttosto che di miglioramento della redditività, poiché la raccolta di fondi sul mercato implica un esame della qualità dell'investimento.

I manager sono inoltre propensi ad attuare anche altri tipi di politiche egoistiche quali la scelta di un livello d'investimento sub-ottimale (*underinvestment*), in quanto la decisione di destinare fondi ad un nuovo progetto aumenterebbe le perdite degli azionisti, oppure la distribuzione di dividendi extra o di altri pagamenti agli azionisti (*milking the property*).

Tali problemi di azzardo morale accrescono il costo dell'indebitamento e lo rendono relativamente meno conveniente.

Nel grafico seguente sono rappresentate le conclusioni cui giunge l'analisi di Jensen e Meckling.

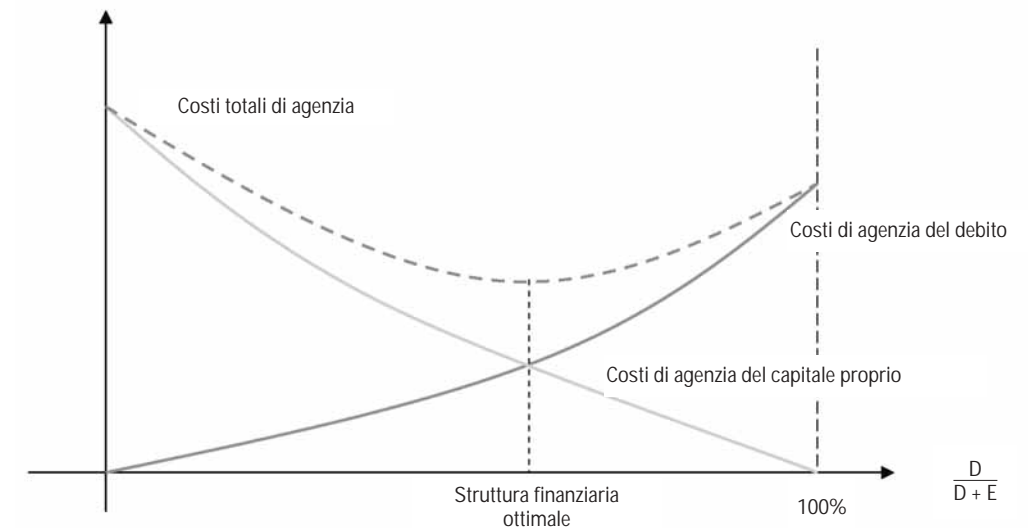


Figura 2. Modello free cash flow theory

¹⁰ Jensen 1986, *Agency Costs of Free-Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, «American Economic Review», Vol. 76, No. 2, May 1986.

1.2.6 La definizione della struttura finanziaria secondo la Pecking Order Theory of capital structure¹¹

La *Pecking order theory of capital structure* (Myers, 1984) afferma che, per definire compiutamente una decisione di finanziamento, le imprese seguono una gerarchia di attivazione delle fonti.

La preferenza assoluta è accordata all'utilizzo dell'autofinanziamento (in estrema sintesi, utili trattenuti ed ammortamento), cui si ricorre prima di utilizzare altre forme di finanziamento esterno. I fondi interni non comportano alcun costo d'emissione e non richiedono la *disclosure* di informazioni finanziarie di natura riservata, che potrebbero determinare l'imposizione di una più severa disciplina di mercato ed una possibile perdita di vantaggio competitivo.

Nel momento in cui un'impresa decide di ricorrere a mezzi esterni, l'ordine di preferenza è il seguente: debito, titoli convertibili, azioni privilegiate ed infine azioni ordinarie (Myers, 1984). Questo ordine riflette le motivazioni dei *manager* finanziari che desiderano mantenere il controllo della società, ridurre i costi di agenzia ed evitare la probabile reazione negativa del mercato all'annuncio di una nuova emissione azionaria¹².

Annunci riguardanti l'emissione di nuovo debito sono solitamente interpretati come un segnale positivo: la società emittente si sente sicura delle proprie capacità di servire il debito nel futuro.

Annunci d'emissione di nuove azioni ordinarie sono, invece, di solito interpretati negativamente. Essi potrebbero infatti indicare che il *management* della società considera sopravvalutate le azioni della società, è cosciente della possibilità di un futuro ridimensionamento del loro valore e desidera, perciò, sfruttare l'opportunità offerta dal mercato.

È quindi facile comprendere la posizione del management che riserva all'emissione di azioni ordinarie il gradino più basso nella scala di preferenza degli strumenti di finanziamento. Il semplice annuncio di una nuova emissione azionaria determina una caduta dei corsi azionari della società, causato dall'incertezza degli investitori, che cercano di comprendere motivazioni ed implicazioni della scelta effettuata dall'impresa.

L'assunto alla base della *Pecking Order Theory* è la presenza dell'asimmetria informativa, ovvero l'ipotesi che i *manager* dell'impresa conoscano meglio degli altri investitori la redditività attuale e le future opportunità di crescita della società e che esista una ferma volontà di mantenere tali informazioni riservate (*proprietary data*); quindi, l'utilizzo di fonti interne libera i manager dall'obbligo di rivelare al pubblico le future strategie d'investimento ed i profitti potenziali da esse ritraibili.

A differenza del modello del *trade-off*, che implica un approccio statico alle decisioni di finanziamento basato sul conseguimento di una struttura finanziaria *target*, la *pecking order theory* permette alle dinamiche aziendali di contribuire alla definizione della struttura ottimale del capitale per l'impresa in un particolare momento. (Copeland e Weston, 1988).

La struttura del capitale è funzione dei *cash flows* e del numero di investimenti a valore attuale netto positivo disponibili per l'impresa. Un'impresa che ha sempre goduto di una buona redditività in un settore a crescita relativamente bassa, che presenta cioè poche opportunità di investimento, non avrà incentivi ad emettere debito e verosimilmente avrà un basso rapporto debito su *equity*. Una società con redditività più bassa nello stesso settore avrà un rapporto D/E maggiore.

Più un'impresa è redditizia più *financial slack* può accumulare.

Il *financial slack* è definito dagli *assets* altamente liquidi dell'impresa (*cash* e titoli) cui si somma la capacità di debito ancora inutilizzata. Le società dotate di un ampio *financial slack* sono in grado di finanziare internamente la maggior parte, se non tutti, i loro progetti d'investimento e non devono emettere né debito né azioni. Ciò permette alla società di evitare sia i costi di emissione sia i costi di monitoraggio e controllo legati all'assoggettazione alla disciplina del mercato e ad aspetti di comunicazione finanziaria.

La Pecking order theory spiega queste azioni del management osservate e riportate nella pratica che non trovano spazio nel *trade off model*. Spiega inoltre le reazioni del mercato ad eventi che generano un mutamento del rapporto di leva della società. Non spiega però l'influenza delle tasse, del dissesto finanziario, dei costi di emissione, dei costi di agenzia o del set di opportunità di investimento sull'attuale struttura finanziaria dell'impresa. Ignora inoltre i problemi che possono insorgere quando i *manager* accumulano così tanto *financial slack* da divenire immuni alla disciplina di mercato. In tal caso il management potrebbe teoricamente riuscire ad evitare il ribasso dei corsi azionari ed essere così immune dalla rimozione del proprio incarico a seguito di un'acquisizione ostile. Per questi motivi la *pecking order theory* è utile quale complemento, ma non in sostituzione, al tradizionale modello del *trade off*.

Mentre il modello tradizionale è fondamentale per spiegare il livello di indebitamento aziendale, la *pecking order theory* è più orientata ad individuare le cause dei cambiamenti della struttura finanziaria, approfondendo le tematiche delle motivazioni del *management* e della percezione del mercato riguardo alle scelte finanziarie.

1.2.7 Evidenze empiriche a supporto della pecking order theory

In due differenti sondaggi sono state esaminate le scelte dei direttori finanziari in merito alle decisioni riguardanti la struttura finanziaria della propria impresa, in particolare è stato domandato quale criterio ritenessero più rilevante per le loro decisioni di finanziamento: mantenere una struttura finanziaria target o seguire una gerarchia tra le fonti di finanziamento. In seguito, a coloro che hanno dichiarato di seguire una gerarchia nelle fonti è stato chiesto di indicare l'ordine al quale si attevano nell'attivare le varie fonti interne ed esterne di finanziamento. Il primo sondaggio, effettuato da Pinegar e Wilbricht nel 1989, è stato rivolto alle società che comparivano tra le Fortune 500, il secondo, proposto da Hittle, Haddad e Gitman nel 1992 alle 500 più grandi società non quotate sui mercati ufficiali (OTC).

I risultati ottenuti sono indicati nella tabella sottostante:

Tabella 1. Evidenze empiriche a supporto della pecking order theory

Autori del sondaggio	Società di riferimento	% che utilizza un target di struttura finanziaria	% che utilizza la gerarchia delle fonti
Pinegar e Wilbricht	Società del Fortune 500	31%	69%
Hittle, Haddad e Gitman	500 maggiori imprese non quotate	11%	89%
Fonte: Nostra elaborazione			

¹¹ La teoria dell'ordine gerarchico di attivazione delle fonti viene generalmente attribuita a S.C. Myers, *The capital Structure Puzzle*, in «Journal of Finance», n. 39 (1984).

¹² V. Hawawini e Viallet, 1999.

Come si può notare dai risultati del sondaggio nella pratica aziendale i manager finanziari sono maggiormente propensi ad utilizzare l'approccio della gerarchia che una logica di struttura finanziaria target. Tutto ciò può sembrare incompatibile e in contraddizione con la teoria della massimizzazione del valore, ma la considerazione delle motivazioni dei manager e l'imprevedibilità del mercato dei capitali negli Stati Uniti ne svelano la razionalità.

Nella realtà si osservano inoltre tre fenomeni che risultano difficili da spiegare con la teoria del *trade-off* tra costi d'agenzia e benefici dello scudo fiscale:

- 1) in molti settori le imprese a maggior redditività spesso sono caratterizzate dai più bassi rapporti d'indebitamento, esattamente l'opposto di quanto affermi il modello del *trade-off*.¹³
- 2) extra-rendimenti positivi e consistenti sono associati con maggior frequenza ad eventi che aumentano il grado di *leverage* (quali, ad esempio, il riacquisto d'azioni proprie o la trasformazione di equity in debito) piuttosto che ad eventi che riducono il *leverage* (come, ad esempio, un'emissione azionaria)¹⁴
- 3) sono poche le imprese statunitensi che ricorrono ad emissioni di nuove azioni con una cadenza superiore ad un'emissione ogni dieci anni.

Queste osservazioni forniscono un ulteriore supporto all'ipotesi che la struttura del capitale *target* non sia il criterio più utilizzato dalle imprese¹⁵.

Tabella 2: Trade-Off Theory vs POT

TRADE-OFF THEORY	PECKING ORDER THEORY
Conforme con la massimizzazione del valore	Considera le motivazioni del management
Presume una struttura finanziaria relativamente stabile	Adatta ad una struttura finanziaria dinamica
Considera l'influenza delle tasse, i costi di transazione e del dissesto finanziario	Considera l'influenza del financial slack e della disponibilità di progetti a NPV positivo
Ignora l'impatto dei segnali di mercato	Riconosce l'impatto dei segnali di mercato
Ignora le preoccupazioni riguardanti informazioni riservate	Riconosce le preoccupazioni riguardanti la diffusione di dati riservati
Non riesce a spiegare molte situazioni riscontrate nella realtà	Chiarisce molte scelte adottate nella realtà

Fonte: Nostra elaborazione sul confronto tra i tratti caratteristici delle due teorie

1.2.8 Le scelte finanziarie delle imprese italiane

La letteratura economica ha messo in luce l'importanza dell'asimmetria informativa, della posizione fiscale dell'impresa e della probabilità e dei costi del dissesto finanziario nelle decisioni finanziarie delle imprese.

Il lavoro di Anna Marenzi e Laura Pagani "Le scelte finanziarie delle imprese italiane" Maggio 2002 Università degli Studi dell'Insubria si propone di cogliere l'impatto dei fattori sopra descritti sulle scelte finanziarie delle imprese italiane.

L'analisi è stata condotta utilizzando i dati di bilancio di un campione di circa 30.000 imprese italiane estratto dalla banca dati AIDA.

I risultati confermano la rilevanza di tali variabili per le scelte finanziarie delle imprese italiane. In particolare, i NDTS (*non debt tax shields*, ad esempio ammortamenti anticipati, riporto delle perdite e credito agli investimenti) svolgono un ruolo sostitutivo del debito, fornendo uno strumento per ridurre la base imponibile alternativo alla deducibilità degli interessi passivi.

La presenza di numerosi impianti e macchinari di elevato valore tra gli *asset* dell'impresa aumenta la probabilità di ricorrere a forme di finanziamento costituite da solo debito.

Il risultato è in linea con le aspettative teoriche.

In primo luogo, una elevato numero di impianti e macchinari riduce il problema di *moral hazard* connesso alla discrezionalità dei *managers* e quindi rende meno costoso e più probabile il ricorso al debito. Inoltre, riducendo il costo del fallimento, essa aumenta il vantaggio collegato al debito.

L'impatto di questa variabile può essere interpretato anche come indicatore dell'importanza dei costi del dissesto finanziario: imprese caratterizzate da una elevata quota di attività tangibili, facilmente liquidabili, sono meno esposte al rischio ed ai costi del fallimento e quindi per loro la scelta di indebitarsi è meno onerosa.

In modo simmetrico, la presenza di una quota rilevante di attività composte da immobilizzazioni in ricerca e sviluppo, il cui valore dipende in larga misura da investimenti futuri, rende meno prevedibile da parte dei finanziatori esterni la destinazione delle risorse concesse all'impresa, aumentando in questo modo i costi di agenzia.

L'ipotesi di Jensen (1986), secondo la quale le imprese caratterizzate da un elevato *free cash flow* esprimono una preferenza per il debito, non sembra invece essere confermata.

Le imprese che hanno pagato dividendi mostrano una probabilità maggiore di finanziarsi ricorrendo esclusivamente al capitale proprio. Questo risultato è coerente con l'ipotesi di John e Williams (1985), in base alla quale le imprese con reputazione di distribuire cospicui e costanti dividendi sono in grado di ricorrere al finanziamento tramite capitale proprio pagando un premio minore.

Infine, le stime effettuate rilevano differenze statisticamente significative nelle scelte finanziarie delle imprese situate in diverse aree del Paese: la probabilità di ricorrere all'indebitamento risulta essere inferiore per le imprese del Mezzogiorno, coerentemente con il maggiore costo di questa fonte di finanziamento in tale area geografica.

In Italia, soprattutto i settori dell'industria leggera, che è da sempre uno dei settori trainanti per l'economia nazionale, sembrano effettivamente seguire un ordine prestabilito di preferenza nell'attivazione delle fonti, che riflette spesso però non solo motivazioni dei singoli manager, ma anche una peculiare visione dell'impresa e del ruolo che i diversi *stakeholder* desiderano ricoprire al suo interno.

Infatti, in Italia l'impresa familiare è ancora molto diffusa, anzi, è, verosimilmente, la forma più comune di azienda nel pullulante universo imprenditoriale del Paese, in cui si contano migliaia di piccole realtà produttive autonome operanti soprattutto nel tessile e nell'alimentare.

Il modello italiano è l'espressione di una cultura consolidata e di antiche origini che vede con sospetto l'entrata nell'impresa di nuovi portatori d'interessi, diversi dagli originari fondatori, dai loro eredi e dalle figure che per loro volontà ricoprono ruoli di rilievo nella gestione dell'impresa.

In un tale contesto la struttura societaria è spesso molto concentrata ed i costi d'agenzia assumono proporzioni esasperate, poiché da parte dei proprietari esiste il costante timore di perdere parte del controllo sull'impresa ed i manager difficilmente riescono a svolgere la propria funzione direzionale, liberi

¹³ Cfr. Sunders e Myers, 1999.

¹⁴ Cfr. Dan, 1981 e James, 1987.

¹⁵ Cfr. Megginson, 1997.

dalla preoccupazione di identificare una spesso controversa conciliazione tra gli interessi dell'impresa e le esigenze della famiglia che ne detiene la maggioranza del capitale.

La difficoltà della transizione da un'impresa ancora di tipo "relazionale" ad una gestione assolutamente "manageriale" trova espressione nell'ancor più ardua realizzazione del passaggio da società "chiusa" a sistemi "aperti" a tutte le opportunità di crescita ed allargamento degli orizzonti di sviluppo che l'adozione di una nuova logica potrebbe consentire.

È così comprensibile la scelta effettuata da molte aziende italiane di fare affidamento in via quasi esclusiva alle potenzialità di finanziamento consentite dall'attività dell'impresa o dai capitali apportabili dalle famiglie, anche a prezzo di rinunciare ad opportunità di investimento non realizzabili con le sole risorse in tal modo disponibili e determinare inavvedutamente, nel lungo termine, la perdita di competitività dell'impresa e la sua stessa fine.

L'autofinanziamento, infatti, se è correttamente considerato una delle principali fonti per l'impresa, non può essere l'unica, soprattutto in un mondo in evoluzione in cui spesso solo la capacità di assicurare crescita nel lungo termine può garantire effettive speranze di sopravvivenza alle aziende.

Per le stesse ragioni, le società italiane in numerosi casi indugiano alla scelta della quotazione, ravviando nell'ampliamento della base azionaria il maggior pericolo di perdita del controllo per gli azionisti stabili.

Si conferma quindi la gerarchia che struttura le fonti secondo un ordine di preferenza che posiziona al primo posto l'autofinanziamento ed all'ultimo l'emissione di capitale azionario.

Anche altre analisi empiriche effettuate sulla realtà italiana sono state generalmente volte a verificare l'impatto di variabili quali: asimmetria informativa, posizione fiscale dell'impresa e probabilità dei costi del dissesto finanziario nelle decisioni finanziarie delle imprese facendo riferimento ai modelli della *Pecking Order Theory* (POT) e della *Trade Off Theory*.

Fabbri (1999), utilizzando un campione di 20 imprese quotate sul mercato azionario italiano nel periodo 1990-94, ha verificato la coerenza delle scelte finanziarie con il modello PO. I risultati sembrano confermare che la probabilità di ricorrere al finanziamento esterno è più elevata in caso di *cash imbalance*; non risulta invece confermata la relazione tra caratteristiche dell'impresa (rischiosità e rilevanza dell'asimmetria informativa) e il tipo di finanziamento esterno adottato.

L'evoluzione della legislazione fiscale, che ha reso meno conveniente il ricorso al debito riducendo la deducibilità degli oneri finanziari ha determinato una minore propensione all'utilizzo dei mezzi di terzi da parte del sistema imprenditoriale italiano, come confermato da diversi studi effettuati.¹⁶

1.2.9 Market Timing and Capital structure¹⁷

È noto che le società sono maggiormente propense ad emettere nuove azioni quando il loro valore di mercato è elevato in relazione al valore di libro ed ai passati valori di mercato, e a riacquistare azioni quando il loro valore di mercato è basso. L'analisi di Baker e Wurgler documenta che gli effetti risultanti da tale comportamento sulla struttura del capitale sono rilevanti e persistenti. Studi in proposito confermano che la struttura finanziaria è collegata ai valori storici espressi dal mercato, configurandosi come il risultato cumulato dei passati tentativi di sfruttare il "*market timing*".

L'"*equity market timing*" consiste nella pratica di emettere azioni quando il prezzo è elevato e riacquistarle quando il prezzo è basso, con l'intenzione di sfruttare le temporanee fluttuazioni del costo del capitale proprio rispetto al costo delle altre forme di finanziamento.

In un mercato dei capitali non perfettamente efficiente o segmentato, il *market timing* avvantaggia gli azionisti stabili a scapito di quelli entranti ed uscenti, quindi i manager hanno un incentivo ad adottare tale strategia se hanno maggiormente a cuore le sorti degli azionisti stabili.

Sono stati raccolte numerose prove a favore dell'ipotesi di sfruttamento del *market timing* in quattro differenti tipi di studio. Il riscontro più convincente è forse costituito dal questionario anonimo di Graham e Harvey (2001), in cui circa due terzi dei manager intervistati ha ammesso di tenere in considerazione il *market timing* nel valutare un'eventuale operazione sul capitale.

Si è senza dubbio disposti a riconoscere un breve e meccanico impatto, i cui effetti sarebbero in seguito "ribilanciati" se le società seguissero le indicazioni della teoria tradizionale sulla struttura finanziaria; in tal modo gli effetti del *market timing* non avrebbero conseguenze durature.

La significatività del *market timing* è dunque dimostrabile attraverso l'analisi delle scelte e del comportamento effettivo delle imprese.

I risultati della ricerca condotta da Baker e Wurgler confermano l'ipotesi che il *market timing* produca notevoli e duraturi effetti sulla struttura del capitale.

Le società con un basso grado di *leverage* tendono ad essere quelle che in passato hanno raccolto fondi quando le loro valutazioni erano elevate (come espresso dal *market to book ratio*), al contrario le società con elevato grado di *leverage* sono generalmente quelle che hanno raccolto fondi quando le loro valutazioni erano basse.

Estendendo l'orizzonte di analisi per considerare gli effetti nel tempo delle fluttuazioni nelle valorizzazioni di mercato sulla struttura finanziaria, si nota che essi persistono almeno per una decina d'anni; questi risultati sono di difficile comprensione se interpretati alla luce delle teorie tradizionali di struttura finanziaria. La spiegazione più realistica per tali risultati è che la struttura del capitale è in gran parte il risultato cumulato dei tentativi di sfruttare il *market timing* effettuati in passato. Secondo questa teoria non esiste una struttura finanziaria ottimale, perciò la particolare configurazione assunta dalla struttura finanziaria è data dal susseguirsi delle decisioni finanziarie di *market timing* nel tempo. In conclusione, la teoria del *market timing* appare dotata di un sostanziale potere esplicativo.

¹⁶ Cfr.: studio di Alworth e Arachi, 2001.

¹⁷ Baker e Wurgler, 2002.

1.3 Rapporto Banca-Impresa alla luce di Basilea 2

1.3.1 Il Nuovo Accordo di Basilea 2

L'Accordo di Basilea sancito dal Comitato di Vigilanza Bancaria nel lontano 1988 è in procinto di compiere un nuovo passo, introducendo un'informazione di supporto alle esposizioni bancarie e ai risultati di gestione, capace di creare una sinergia fra banca e impresa nel percorso comune di razionalizzazione dei finanziamenti concessi. L'entrata in vigore del "Nuovo Accordo" è prevista per la fine del 2006 ma sin da ora comporta un'implementazione degli strumenti informativi finalizzati ad un'auto-diagnosi del merito creditizio dato che già dalla fine del 2005 è in vigore un "trattamento parallelo" dei clienti in ossequio alle nuove disposizioni di Basilea 2.

Basilea 2 rappresenta un segnale del modo in cui il "mercato" stia cambiando. Come è ormai noto L'Unione Europea si stringe sempre più da vicino attorno ai Paesi membri; l'avvento della Moneta unica e il graduale avvicinamento dei nostri bilanci ai principi contabili internazionali sono solo alcuni segnali di come presto ci si avvierà a un inevitabile confronto con i nuovi concorrenti¹⁸.

Lo scenario economico sempre più competitivo spinge ad un contenimento dei margini e richiede alle aziende sforzi continui per innovarsi e migliorarsi. Il mercato del credito, alla luce di questo nuovo scenario economico, ha riconosciuto che i tempi per un profondo mutamento sono maturi e la nuova tendenza è ad un aumento delle informazioni a disposizione nei confronti dei clienti, ad un migliore controllo di gestione, dei risultati conseguiti e le conseguenti posizioni finanziarie, stimolando e "premiando" chi con maggiore trasparenza saprà far valere i propri progetti, i propri risultati, le proprie strategie, la propria organizzazione e quant'altro riesca a far risaltare l'immagine dell'azienda. Scendendo nello specifico, queste nuove disposizioni regolamentari sono tese a rendere l'erogazione ed il costo dei finanziamenti maggiormente sensibili al rischio in essi implicito.

Basilea 2 garantisce che il patrimonio delle banche sia sufficiente per far fronte a situazioni di crisi e, in special modo, a casi di insolvenza da parte dei clienti.

Tuttavia i soggetti coinvolti non sono soltanto le banche. Il capitale di riserva che esse devono detenere dipende direttamente anche dalla qualità e dalle caratteristiche dei prestiti concessi ai clienti. Ne consegue che anche i clienti delle banche potranno subire indirettamente gli effetti del nuovo accordo di Basilea. Infatti, quanto maggiore è il rischio rappresentato dal cliente, tanto maggiore è il capitale che la banca deve accantonare, così come quanto maggiore è il capitale accantonato, tanto maggiori potranno essere i costi di gestione per la banca. Ne consegue che gli oneri e l'onerosità complessiva del debito sono direttamente proporzionali alla rischiosità del prestatore di fondi.

Basilea 2 vale per tutti i clienti che richiedono un qualsiasi finanziamento alle banche.

Anche le piccole imprese, quindi, sono sottoposte a valutazione per l'assegnazione dei *rating*. Basilea 2 tiene conto delle diversità tra piccole e grandi imprese e tra piccoli e grandi prestiti.

Le imprese minori che richiedono prestiti inferiori a un milione di euro rientrano nel segmento retail cui sono riservate condizioni migliori sia rispetto al segmento corporate in cui rientrano le grandi imprese, sia rispetto al segmento SME corporate in cui rientrano le Pmi che richiedono prestiti di entità maggiore.

Le differenze sostanziali tra i segmenti corporate e retail sono sintetizzabili nello schema seguente:

Corporate

- Fatturato: > 50 milioni di euro
- Approccio standard: ponderazione basata sul *rating*
- *Rating* calcolato dalla banca negli altri approcci
- Coefficiente di correlazione: dal 12 al 24%

SME corporate

- Fatturato: tra i 5 milioni e i 50 milioni di euro
- Finanziamento: >1 milione di euro
- Approccio standard: ponderazione basata sul *rating*
- *Rating* calcolato dalla banca negli altri approcci
- Coefficiente di correlazione: dall'8 al 20%

Retail

- Fatturato: < 5 milioni di euro
- Finanziamento: < 1 milione di euro
- Approccio standard: ponderazione fissa del 75%
- *Rating* predefinito retail negli altri approcci
- Coefficiente di correlazione: dal 2 al 17%

I sistemi di valutazione per le società non di capitali non sono destinati a mutare in modo sensibile, e il procedimento di valutazione infatti resta lo stesso. Anche in questo caso però le caratteristiche patrimoniali e di redditività assumono notevole rilievo. Saranno individuati raggruppamenti di clientela con caratteristiche simili ("pool") ed a questi sarà applicato sostanzialmente lo stesso prezzo. Ancora una volta il "voto" dato dalla banca diviene la variabile chiave per ottenere credito a condizioni accessibili. La valutazione terrà conto di tre categorie di informazioni, quantitative, qualitative e andamentali.

Le informazioni quantitative sono informazioni di carattere economico-finanziario reperibili nei bilanci e negli altri documenti contabili delle imprese. Le informazioni reperibili nel bilancio avranno un peso determinante nella valutazione dell'impresa.

Gli aspetti qualitativi che devono essere verificati sono l'esistenza di un processo di controllo di gestione, la presenza di una pianificazione pluriennale dell'operatività, la struttura dell'organizzazione aziendale ed il tipo di *governance* (amministratore unico, gestione familiare, consiglio di amministrazione, etc.). Molto importanti sono anche i risultati ottenuti dall'azienda rispetto alle previsioni e all'andamento del settore di appartenenza. Per aspetti andamentali infine si intendono i rapporti che il cliente ha avuto in precedenza con le banche. In questo caso, la valutazione si basa su i dati desumibili dalla Centrale dei Rischi e dai rapporti precedenti con le banche di riferimento.

I dati della Centrale dei Rischi¹⁹, inoltre, contribuiranno a formulare il giudizio sul merito di credito delle imprese. Sulla base di questi dati, infatti, si può valutare l'andamento dei prestiti alle imprese nel corso del tempo, l'eventuale tendenza a non rispettare i limiti di leverage e i tempi di "rientro". Si tratta di elementi che concorrono alla valutazione della rischiosità dell'impresa e incidono quindi sul tasso di interesse imposto sui prestiti.

¹⁸ "Rivista Basilea 2: Verso un nuovo rapporto tra banca e impresa".

¹⁹ Cfr. www.bancaditalia.it.

I dati forniti dalla Centrale dei Rischi contribuiscono, quindi, a determinare il giudizio sul *rating* dell'impresa. Eventuali problemi insorti in passato con le banche creditrici potrebbero influire negativamente sulla valutazione dell'impresa.

Una delle novità introdotte dal Nuovo Accordo riguarda i pesi attribuiti ai vari aspetti nella valutazione della clientela. Sicuramente assumono sempre maggiore considerazione gli aspetti di carattere quantitativo, poiché più oggettivi e verificabili, specialmente per le imprese di media dimensione. Gli aspetti qualitativi ricoprono un ruolo significativo nella valutazione di aziende molto piccole, ma sono comunque in secondo piano rispetto ai "numeri" dell'azienda (volendo attribuire una "percentuale" alle due aree di analisi potremmo dire che mediamente gli aspetti quantitativi peseranno per il 75% mentre quelli qualitativi per il restante 25%).

Il nuovo accordo prevede la possibilità di seguire tre vie diverse per la valutazione della clientela. La prima (*approccio standard*) non modifica molto le cose rispetto al passato, ma rappresenta un costo per le banche che si prevede tenderanno sin da subito al raggiungimento dei requisiti richiesti per adottare le altre due vie (*approccio "base" a rating interni ed approccio "avanzato" a rating interni*).

1.3.2 Alcuni fattori determinanti per la concessione del credito: rating, default, e maturity

Tre sono gli elementi considerati per determinare il costo del credito per un'azienda:

- Il giudizio sul merito creditizio dell'azienda (*rating*)
- Il tasso di recupero (quanto si stima di recuperare in caso di insolvenza del cliente)
- L'esposizione della banca verso l'azienda al momento dell'eventuale insolvenza (vale a dire quanto si stima che il cliente debba ancora restituire alla data dell'insolvenza)

Oltre a questi parametri che sono sempre presi in considerazione, sono molto importanti anche altri fattori quali la durata ed il tipo di rimborso.

Con Basilea 2, il giudizio sulla qualità/rischiosità del cliente è espresso con un "voto" (*rating*)²⁰ a cui è associata automaticamente, sulla base dell'esperienza maturata dalla banca, una determinata probabilità di insolvenza. Quanto maggiore è il punteggio assegnato, tanto minore è il rischio per la banca e proporzionalmente inferiore il tasso di interesse applicato sul prestito e viceversa.

Le scale su cui si basano i *rating* variano a seconda del modello utilizzato. I due più utilizzati sono il modello di Standard & Poor's (che prevede classi di *rating* che vanno da AAA, miglior voto possibile, a D, situazione di insolvenza) e quello Moody's (da Aaa, miglior giudizio possibile, a C, altissima probabilità di insolvenza). Il *rating*²¹ non può essere negoziato in quanto rappresenta un giudizio sulla rischiosità del cliente e si basa sulla situazione reale dell'azienda in esame; tuttavia il *rating* può essere migliorato dall'impresa stessa, intervenendo sulla struttura finanziaria per correggere le criticità che concorrono ad abbassare il voto e riducendo quindi la propria rischiosità.

Con riguardo a queste considerazioni è facile desumere che il *rating* sia sottoposto a revisione periodica, almeno una volta all'anno, per tener conto degli eventuali cambiamenti intervenuti nella struttura e nelle *performances* dell'impresa cliente.

Le banche non sono obbligate a comunicare il *rating* ai propri clienti. Possono però decidere liberamente di informare la clientela affinché possa eventualmente correggere le criticità che concorrono a

peggiorarne la valutazione. Questa informazione non è tuttavia sufficiente per capire se si è stati valutati correttamente e se il profilo di rischio assegnato è coerente con la situazione aziendale.

La probabilità di insolvenza è il risultato di un'elaborazione statistica sui dati forniti dall'impresa (bilancio, informazioni qualitative e andamentali). Rappresenta la probabilità che il cliente di un'istituzione finanziaria non sia in grado di onorare i suoi impegni ovvero che il cliente ritardi il pagamento o il rimborso di una o più parti del finanziamento per oltre 180 giorni. La PD concorre, insieme ad altri elementi di valutazione, quali LGD e EAD²², a determinare la rischiosità complessiva del prestito e, da ultimo, il tasso di interesse e le condizioni applicate al finanziamento. Chiaramente più alta è la probabilità di insolvenza, maggiore è il rischio assunto e maggiore il prezzo del credito.

La *loss given default* (LGD), cioè la percentuale di perdita in caso di insolvenza, misura la probabile quota del finanziamento concesso al cliente insolvente che la banca riuscirà a recuperare effettivamente una volta terminate le procedure di contenzioso avviate nei confronti del cliente.

L'*Exposure at default* (EAD), ovvero l'esposizione all'insolvenza, misura la probabile quota di finanziamento effettivamente utilizzata dal cliente al momento dell'insolvenza.

La *Maturity* è un parametro impiegato per misurare il rischio che la qualità del prestito concesso peggiori col passare del tempo, causando una perdita di valore per la banca. Se, ad esempio, è stato concesso un prestito a un cliente con *rating* A, che gode quindi di condizioni particolarmente favorevoli, l'eventuale peggioramento del *rating* del cliente comporterebbe una perdita per la banca. Infatti, il cliente, che ora ha un *rating* B, godrebbe di un tasso previsto per clienti con *rating* A, quindi inferiore a quello corretto. Ovviamente, il rischio di un peggioramento della qualità del prestito è tanto maggiore quanto migliore è il *rating* del cliente e quanto maggiore è la durata del prestito concesso.

1.3.3 Le relazioni personali dopo Basilea 2

Il rapporto di conoscenza personale e quindi di fiducia che in genere si instaura tra cliente e banca ha e continuerà ad avere un suo valore. Questo però è destinato a rientrare tra gli aspetti di natura qualitativa che non hanno più il peso di una volta. Uno degli obiettivi del nuovo accordo è creare le condizioni per cui non ci siano canali "privilegiati" di accesso al credito ed è per questo motivo che sono divenuti così importanti i "numeri" dell'azienda. D'altra parte, con il nuovo accordo né le banche né i clienti godranno più dei margini di trattativa riconosciuti in passato, con i vantaggi e gli svantaggi che ciò comportava.

Timore diffuso tra gli imprenditori è che l'introduzione di meccanismi oggettivi di misurazione del merito di credito apportata dal nuovo Accordo di Basilea II, possa ridurre l'accessibilità al finanziamento bancario per le aziende di modesta dimensione. L'evoluzione da un criterio relazionale ad uno più quantitativo determina l'emergere di profonde insicurezze per le unità produttive più piccole. A tali preoccupazioni si potrebbe rispondere con alcune considerazioni sulla rischiosità delle PMI. Infatti, dal punto di vista del sistema creditizio, il rischio proprio di tale impresa non è necessariamente maggiore di quello gravante su società di elevate dimensioni, poiché la diversificabilità degli impieghi realizzabile concedendo affidi ad aziende di modeste dimensioni può contenere la rischiosità sistemica.

Anche per queste ragioni risulta conveniente interrogare più banche²³, soluzione resa ancora più forte nell'ipotesi di adozione di modelli di valutazione interna da parte delle banche. È dunque necessario ri-

²⁰ Cfr. D. Lepido, *Sistema crediti più efficiente*, Il Sole 24 ore.

²¹ Cfr. M. Leonelli, *Ma cos'è questo rating*.

²² Cfr. A. Sironi, *Rischio e valore nelle Banche*, EGEA, 2005.

²³ Cfr. G. Plutino, *Istruzioni per l'imprenditore in cerca di crediti*, «Il Sole 24 Ore».

cercare la soluzione migliore presente sul mercato, operando delle ricerche e sondando le diverse possibilità offerte dai differenti istituti. Per queste ragioni avere rapporti con più banche può essere vantaggioso, in particolare per piccoli finanziamenti, ma tenendo sempre presente che un cliente che cambia spesso banca, opera con più istituti, e chiude finanziamenti accendendone di nuovi altrove, rischia di perdere in immagine e reputazione. Questo comportamento, infatti, andrà a incidere negativamente sulla valutazione del cliente e contribuisce a peggiorarne il *rating*.

Un'importante modifica apportata dal Nuovo Accordo è una specifica normativa riguardo la concessione e richiesta di garanzie. Esse infatti possono migliorare il *rating* solo nel caso in cui siano concesse da un soggetto pubblico o privato, una banca o un altro ente ad essa assimilabile che disponga di un *rating* migliore di quello del cliente. Solo i Confidi con *rating* uguale almeno ad A potranno concedere garanzie in grado di incidere sul *rating* dell'impresa. Le garanzie potranno però influenzare il tasso di interesse praticato sui prestiti, inquanto possono contribuire a migliorare la LGD, cioè la percentuale di perdita complessiva sul prestito concesso che la banca si attende di subire in caso di insolvenza del cliente.

Legato al tema delle garanzie, infine è il ruolo degli investimenti. Essi rappresentano generalmente un elemento di valutazione positiva, poiché sono indice di vitalità dell'azienda. Essi devono però essere in grado di produrre incrementi della redditività aziendale e quindi adeguati flussi di cassa una volta a regime. Per permettere alla banca di comprendere e apprezzare in modo adeguato il ruolo e l'impatto degli investimenti è necessario fornire una documentazione adeguata, quale un piano di sviluppo o *business plan*. Se invece l'impresa intende avviare una nuova iniziativa, l'investimento che sarà effettuato potrà rientrare, secondo i parametri di Basilea 2, nella finanza di progetto e godere di un trattamento ad hoc ai fini della valutazione del rischio. L'impresa che intende avviare una nuova iniziativa potrebbe ricevere un doppio *rating*: uno per la gestione ordinaria dell'azienda e uno specifico per l'iniziativa.

1.4 La comunicazione tra Banca e Impresa

1.4.1 Il Business Plan²⁴

Se si può correttamente affermare che reattività, entusiasmo e fantasia sono doti fondamentali in qualunque iniziativa imprenditoriale, è fondamentale considerare che, quando si avvia un'impresa, il rischio è una componente fondamentale dell'attività. Lo strumento fondamentale per evitare di agire senza monitorare e dirigere l'andamento delle diverse variabili è il business plan, un documento di programmazione indispensabile per determinare obiettivi e strategie ed evidenziare gli eventuali pericoli.

Il business plan è un progetto dettagliato, che prende in esame tutte le aree di attività di un'impresa. È una sorta di carta d'identità dell'azienda, attraverso la quale si pongono per iscritto tutte le componenti di un piano imprenditoriale: dall'analisi di mercato al progetto finanziario, dal marketing alla gestione delle risorse umane. Più è dettagliato, maggiormente agevola i rapporti dei neo-imprenditori con gli istituti di credito. Ma le sue funzioni vanno oltre a quella di semplice biglietto da visita della società per ottenere finanziamenti pubblici o privati. Un business plan ben articolato è utile per capire i problemi che si dovranno affrontare e gli strumenti a disposizione per risolverli.

²⁴ Nostra elaborazione su dati internet accreditati.

Preparare il business plan richiede tempo e dedizione. Non si tratta di una semplice descrizione dell'attività che si intende avviare, né di un promemoria sulle principali spese da sostenere e sui fornitori da contattare. Il business plan è un progetto dettagliato, che getta le fondamenta della nuova impresa e consente la migliore gestione negli anni futuri dell'azienda già esistente e le garantisce maggiori probabilità di sopravvivenza nel tempo.

Gli scettici ritengono che la pianificazione scritta sia una perdita di tempo. Ma gli esperti dimostrano che è meglio dedicare alcune settimane alla sua redazione, piuttosto che chiudere l'azienda, poco dopo averla avviata o, in caso di aziende non più in fase di start – up, intraprendere un percorso di perdita progressiva di competitività. Elaborare un piano scritto della propria idea d'impresa, oltre a tempo e dedizione, richiede uno sforzo intellettuale superiore alla semplice immaginazione. L'entusiasmo iniziale per la nuova idea spesso induce l'aspirante titolare d'azienda a minimizzare i dati non favorevoli al progetto o, addirittura, a non considerarli... Le ricerche pratiche per compilare il business plan possono evidenziare dati prima sconosciuti all'imprenditore, con i quali dovrà confrontarsi per non rischiare il declino dell'attività. D'altro canto, in termini di comunicazione, il progetto di impresa è la carta di identità dell'imprenditore. Parla di lui, della sua serietà e del suo impegno. È uno strumento importante per farsi conoscere prima, ed eventualmente finanziare poi. Inoltre il business plan non è utile soltanto in fase di avviamento, ma ha un grande rilievo come strumento di gestione, perché consente di non perdere mai di vista quali sono gli obiettivi dell'azienda e di controllarne l'andamento.

Nella redazione del business plan, l'aspirante imprenditore deve scrivere in modo sintetico, ma non troppo stringato. Deve utilizzare un linguaggio tecnico, ma non specialistico. Deve fornire dettagli, ma non dati superflui. Questi consigli sono utili, ma spesso difficili da interpretare. Qual è la corretta definizione di «sintetico»? Dieci, 20, o 50 pagine? Non esiste una risposta unica. Il buon senso è il metro che deve aiutare il neo-imprenditore a preparare il progetto, tenendo presente che lo stesso può avere diversi destinatari e necessitare perciò di forme di presentazione differenziate.

I fattori da enfatizzare, in ogni caso, sono almeno tre: gli obiettivi (che hanno una funzione motivante per sé e per gli altri); la ricerca di mercato e il relativo piano di marketing (che dimostra l'esistenza di spazi operativi e i sistemi per conquistarli); il conto economico (che illustra costi e ricavi). Da questi, un lettore esperto può giungere a una prima valutazione dell'idea imprenditoriale, e ricavare preziose informazioni utili anche ai fini della decisione di concedere un finanziamento.

Un business plan è un riassunto di come un imprenditore o un manager intende organizzare un'attività imprenditoriale e implementare attività necessarie e sufficienti alla sua buona riuscita. Si tratta di una spiegazione scritta del modello di business dell'impresa. I business plan sono usati internamente per la pianificazione e gestione dell'azienda, e all'esterno per convincere terze parti come banche o altri investitori a finanziare l'impresa.

Un business plan da presentare a una finanziaria deve contenere:

1. Descrizione sommaria del progetto d'investimento ed illustrazione del tipo dell'impresa;
2. Presentazione dell'imprenditore e del management (esperienze pregresse e ruoli nella nuova iniziativa);
3. Indicazioni sul mercato, sulle caratteristiche della concorrenza e su fattori critici (punti di forza e punti di debolezza rispetto al mercato). Obiettivi di vendita ed organizzazione commerciale;
4. Descrizione della fattibilità tecnica del progetto d'investimento relativamente al processo produttivo, alla necessità di investimenti in impianti, alla disponibilità di manodopera e di servizi quali trasporti, energie, telecomunicazioni, ecc.;
5. Piano di fattibilità economico-finanziaria pluriennale con indicazione del fabbisogno finanziario complessivo (per investimenti tecnici, immateriali e per capitale circolante) e delle relative coperture;

- 6- Informazioni sulla redditività attesa dell'investimento e sui fattori di rischio che possono influenzarla negativamente, sulla base di ipotesi realistiche e prudentziali;
- 7- Indicazione degli investitori coinvolti e la proposta di partecipazione richiesta alla Finanziaria;
- 8- Sintetica valutazione dell'impatto ambientale del progetto;
- 9- Piano temporale di sviluppo delle attività.

1.4.2 Business plan e comunicazione

In un contesto in cui la comunicazione tra Istituti di Credito ed aziende non è più affidata a rapporti di reciproca fiducia non avallati da valutazioni sostenibili del merito di credito delle controparti, le imprese ricorrono con crescente frequenza alla redazione di prospetti esplicativi dei futuri progetti di gestione dell'attività da presentare all'attenzione dei potenziali fornitori di risorse monetarie.

Il Business Plan è un documento di grande rilevanza a tal fine ed assume spesso ruolo di strumento di comunicazione in grado di chiarire la situazione di salute finanziaria e competitiva dell'impresa rendendo maggiormente agevole l'ottenimento dei finanziamenti necessari.

Alla luce di tali considerazioni appare chiaramente comprensibile la portata delle modifiche introdotte nel rapporto banca – impresa dal Nuovo Accordo di Basilea 2, che ha introdotto l'adozione di criteri oggettivi di valutazione delle aziende da parte delle banche chiamate all'erogazione di credito. Le informazioni contenute nel Business Plan costituiscono un'importante scheda valutativa alla luce della quale è possibile apprezzare la bontà di un progetto imprenditoriale o dell'andamento di un business esistente.

Il Business Plan si configura quindi come mezzo essenziale di comunicazione oggettiva e leggibile ed in tal senso è necessario interpretarne la crescente diffusione e l'attenzione ad esso riservata dai diversi attori economici attivi sullo scenario produttivo e finanziario.

1.4.3 La crescita delle imprese: modalità e strumenti

Una trattazione esaustiva della situazione delle imprese italiane e dello scenario competitivo delineatosi negli ultimi anni non può prescindere dall'elemento irrinunciabile dello sviluppo del business e della crescita. Crescita è da intendersi principalmente quale incremento del valore, perseguibile sia attraverso l'identificazione e l'implementazione di progetti d'investimento generatori di ricchezza, sia per mezzo, molto spesso, di strategie di ampliamento del business e di allargamento del giro d'affari anche oltre i confini nazionali.

Le imprese che decidono di espandersi possono perseguire percorsi di crescita interna, focalizzandosi sullo sviluppo nuovi prodotti o sul raggiungimento di maggiore efficienza secondo un processo di produzione in azienda dai tempi spesso lunghi e dai costi considerevoli, oppure di crescita esterna, che si rende necessaria in particolare quando le spese sono ingenti ed i tempi piuttosto ristretti.

La crescita esterna consente l'acquisizione di capacità produttive e/o competenze già realizzate e prontamente disponibili e richiede spesso operazioni di finanza straordinaria ed un processo di integrazione delle nuove risorse, anche configurabili

1.4.4 Confronto tra Grandi Imprese e PMI

Le grandi imprese provvedono ad un sistema di certificazione del bilancio che ne assicura la conformità ai dettami di legge e la trasparenza richiesta dai mercati, allo stesso modo la piccola realtà im-

prenditoriale dovrebbe dotarsi di un sistema di norme volto a regolamentare la comunicazione tra l'impresa e l'esterno. Un sistema di regolamentazione degli aspetti informativi non configura un aggravio per la gestione, ma un'opportunità per raggiungere con maggiore autorevolezza e credibilità gli interlocutori esterni. Una buona strategia comunicativa è strumento irrinunciabile per assicurare visibilità sia in termini di marketing sia al fine di reperire nuovi finanziamenti; infatti se in passato il sistema di garanzie era affidato principalmente ai beni e alla struttura patrimoniale dell'impresa, oggi la capacità di relazionarsi con i fornitori di risorse e di comunicare all'esterno dati e progetti aziendali può parzialmente sostituire il sistema di garanzie reali. Un sistema di aggiornamento infraperiodale dell'attività di impresa con cadenza trimestrale o semestrale e la relativa diffusione delle informazioni, affiancato all'impiego di figure consulenziali qualificate esterne, permettono una migliore percezione del merito creditizio dell'azienda.

Tabella 3. Obblighi informativi – società quotate e PMI

	Publicità Bilancio	Certificazione Bilancio	Disclosure Governance	Composizione Azionariato	Operazioni Societarie
Società Quotate	Si	Si	Si	Si	Si
PMI	No*	No	No	No	No
Fonte: Nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia					
*Il bilancio deve essere redatto e depositato presso la Camera di Commercio, ma non vi sono obblighi di diffusione e pubblicità.					

Come appare dalla tabella le società quotate sono sottoposte ad obblighi di disclosure maggiormente stringenti rispetto alle imprese di più modeste dimensioni i cui titoli non sono iscritti nei listini azionari.

Dati i benefici che gli obblighi informativi sopracitati apportano alle imprese quotate, potrebbe rivelarsi vantaggioso per il tessuto imprenditoriale nazionale nel suo complesso un impegno collettivo focalizzato sulla promozione dell'inserimento di tali doveri informativi anche per le piccole e medie imprese. Favorire l'introduzione di tali obblighi garantirebbe alle società una migliore apprezzabilità da parte degli stakeholders e, al mercato, una maggiore capacità di riconoscimento delle potenzialità e delle eventuali carenze insite in ogni impresa.

In questo modo, il rapporto tra istituti erogatori di credito e PMI tenderebbe ad assumere una fisionomia differente, improntata ad una maggiore trasparenza delle condizioni aziendali da una parte e ad una potenziale maggior disponibilità da parte degli istituti di credito a concedere risorse dall'altra.

CAPITOLO 2. CRESCITA E FONTI DI FINANZIAMENTO (di S. Bonini, S. Motta)

2.1 Modelli di crescita interna e esterna

L'orientamento allo sviluppo è caratteristica fondamentale delle organizzazioni imprenditoriali attive e vitali.

Gli studi sociologici ed economici dimostrano che l'obiettivo della crescita è determinato da ragioni di tipo sia soggettivo sia oggettivo. La prima accezione riguarda l'impulso istintivo che gli individui hanno al confronto con traguardi sfidanti per motivazioni psicologiche, spinta che si ripercuote in tutti gli ambiti del loro agire.

A tali aspetti quasi "irrazionali" benché diffusi e facilmente osservabili, si affiancano fattori maggiormente oggettivi, legati, con riferimento alle imprese, alla necessità di ampliare il mercato di riferimento per adeguarsi alle trasformazioni imposte dall'evoluzione dello scenario macro e microeconomico.

Si tratta di scelte strategiche spesso dichiarate dalle aziende al pubblico degli *stakeholder* a vario titolo coinvolti nell'attività d'impresa, anche al fine di ottenere il consenso degli investitori sulle politiche di sviluppo perseguite dall'impresa. La pura sopravvivenza inerziale non è finalità desiderabile di un'organizzazione produttiva e sempre più di frequente si pone l'imperativo della crescita dimensionale.

Una necessità non sempre conseguibile con le sole forze interne della società, a causa dell'impegno monetario talvolta ingente, del reperimento delle competenze in grado di realizzare entro i confini d'impresa l'implementazione delle iniziative individuate a livello strategico, e, infine della tempistica spesso troppo estesa rispetto ai ritmi di trasformazione imposti dal mercato o dalla tecnologia.

Si può giungere anche alla situazione paradossale nella quale la crescita può essere interpretata, in alcuni contesti specifici, più come una esigenza indilazionabile piuttosto che come una scelta strategica razionale e volontaria.

Se è possibile affermare che l'orientamento alla crescita non rappresenta un modello di comportamento di validità generale, è però evidente che nel lungo termine non appare realistico ipotizzare situazioni aziendali nelle quali il successo possa essere raggiunto senza rispondere a stimoli di crescita.

Sono situazioni aziendali ricorrenti la ristrutturazione organizzativa necessaria per fronteggiare i salti dimensionali critici o per affrontare processi di sviluppo internazionale, le dismissioni di attività non strategiche per potenziare il *core business*, il risanamento finanziario⁴.

È importante, una volta compresa la propensione alla crescita che caratterizza la maggior parte delle aziende, valutare la propensione all'investimento, non sempre direttamente proporzionale all'orientamento alla crescita.

Pertanto, non vi sono dubbi sul fatto che il successo dell'impresa sia sempre più condizionato da fattori di natura immateriale.

In questo contesto, assume grande rilevanza non solo la capacità di sapersi muovere in coerenza con il dinamismo del mercato (orientamento proattivo), ma anche la capacità di allocare dinamicamente le risorse, secondo schemi nuovi e direzioni talvolta poco esplorate.

La crescita comporta pertanto la necessità di riorientare l'organizzazione dell'impresa verso nuovi obiettivi:

- 1- sviluppo di nuovi prodotti/servizi e di particolari soluzioni applicative;
- 2- gestione della relazione con il cliente e il mercato;
- 3- introduzione di logiche distributive alternative;
- 4- presidio e sfruttamento della variabile tecnologica;
- 5- utilizzo di competenze operative e logistiche;
- 6- ampliamento del raggio d'azione a livello internazionale.²⁵

Nell'attuale mutevole contesto economico è evidente che le imprese di maggiori dimensioni mostrano una capacità di sopravvivenza maggiore rispetto alle imprese più piccole.

Nel caso in cui gli obiettivi di sviluppo non siano raggiungibili in impresa, all'investimento interno si affianca l'opzione alternativa della crescita esterna, che può costituire una soluzione complementare o pure totalmente sostitutiva.

A partire dagli studi di *Rappaport* relativi alla creazione di valore quale finalità d'impresa, si è diffuso il principio generale secondo il quale la crescita deve accompagnarsi alla creazione di nuova ricchezza, fuggendo da un imperativo all'aumento dimensionale *tout-court*, cui non faccia seguito un incremento del valore d'impresa.

Tra i vari sentieri percorribili, l'alternativa dell'acquisizione di imprese già esistenti quale strategia di sviluppo, appare una tra le vie maggiormente scelte dall'imprenditoria sia estera sia, in misura costantemente crescente, nazionale.

Esistono modelli utili all'identificazione delle leve su cui agire per generare valore, quale quello sotto riportato:

Il modello delle leve del valore²⁶

Nell'area degli obiettivi:

- cura dell'efficienza;
- rafforzamento della competitività;
- ottimizzazione del portafoglio di attività;
- gestione della capacità finanziaria;
- controllo del profilo di rischio;
- diffusione della consapevolezza del valore.

Nell'area della gestione efficiente delle risorse:

- rafforzamento della redditività operativa;
- controllo del capitale investito;
- controllo dei flussi di liquidità;
- controllo dei costi e dei rischi finanziari.

Nell'area della gestione dello sviluppo:

- individuazione delle opportunità di investimento diretto;
- acquisizioni e fusioni;
- joint venture e alleanze;
- individuazione delle opportunità di investimento.

Nell'area della gestione dei mezzi finanziari:

- programmazione dello sviluppo dei mezzi propri;
- ottimizzazione della struttura finanziaria.

Nell'area della gestione dei rischi aziendali:

- gestione del profilo di redditività nel tempo;
- rafforzamento dei fattori interni ed esterni di stabilità.

Nell'area della gestione dei rapporti con gli operatori finanziari:

- politica delle relazioni economiche con gli investitori;
- politica delle comunicazioni.

Primarie società di consulenza hanno elaborato strumenti di supporto decisionale e di analisi (in figura si rappresenta un noto modello elaborato da McKinsey noto come "Pentagono per la valutazione dei differenziali di valore" in cui la ricchezza generata è scomposta nelle sue determinanti in base alle diverse operazioni di intervento attuabili).

Scomponendo le possibili aree di azione è possibile delineare l'impatto congiunto dell'attuazione delle alternative proponibili che, se condotte in modo sequenziale, possono aumentare le probabilità di generare valore.

In sintesi, a ogni impresa è lasciato il compito di valutare in base alla propria capacità di interpretazione del contesto di riferimento:

- quali aree incorporano il migliore potenziale di successo;
- quali leve sono concretamente manovrabili all'interno di ogni area;
- quali e livello di risultato è associabile a ogni leva;
- quali sono i tempi di risposta in funzione di ogni specifica manovra.

²⁵ Cfr. V. Conca, *Le acquisizioni*, Egea, 2001.

²⁶ Cfr. G. Brugger, *L'analisi delle strategie di creazione di valore delle imprese*, ItaliaOggi, 1994.

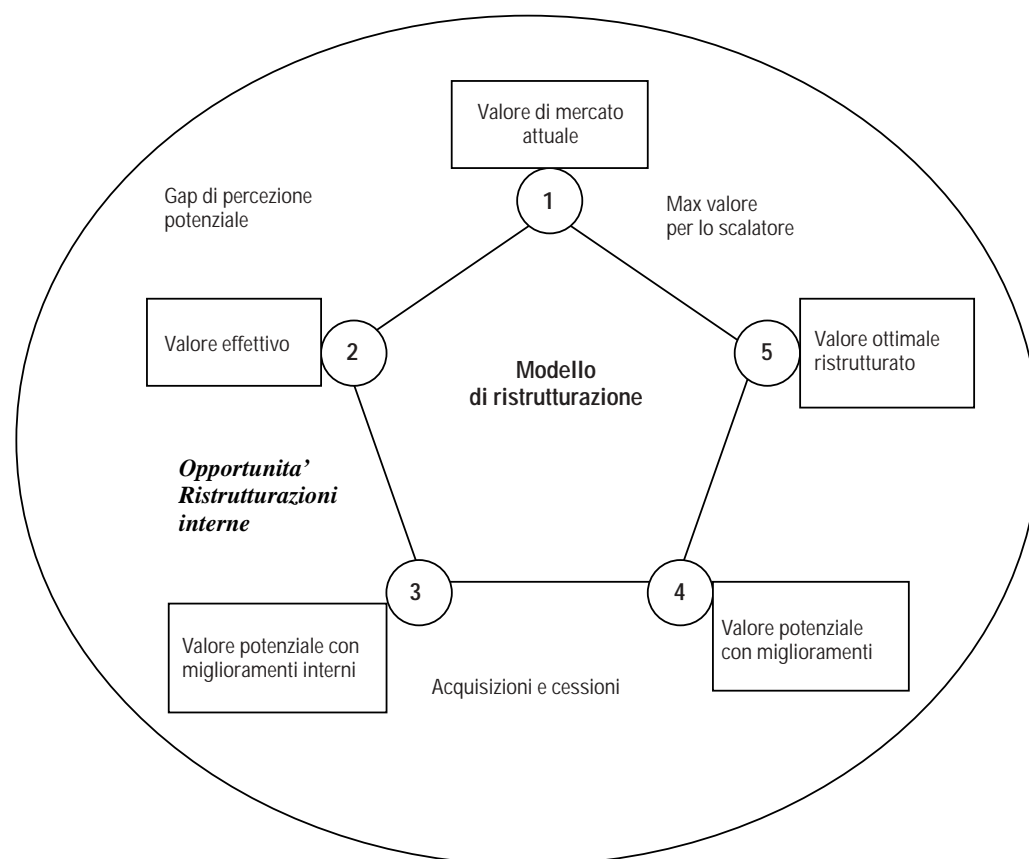


Figura 3: Modello del pentagono per la valutazione dei differenziali di valore, McKinsey

2.2 Debito e processi di internazionalizzazione

2.2.1 L'internazionalizzazione come veicolo di crescita

La crescita verso l'estero, strategia irrinunciabile nel nuovo contesto economico, può essere declinata secondo differenti modalità:

- 1- delocalizzazione dell'attività produttiva;
- 2- inserimento su mercati stranieri.

La realizzazione di nuovi stabilimenti industriali è strategia realizzata al fine di sfruttare migliori condizioni di costo ottenibili in Paesi dove la manodopera è disponibile a prezzi vantaggiosi.

Anche se tale aspetto non è l'unico per propendere verso la costruzione di filiali oltre confine, in quanto opportunità di natura fiscale, ad esempio, possono giocare un ruolo rilevante nella decisione, esso è sicuramente il principale volano per intraprendere una scelta di internazionalizzazione produttiva.

Il secondo aspetto riguarda l'opportunità di competere anche su mercati esteri; si tratta di un'esigenza imposta dalla crescente globalizzazione e dalla progressiva saturazione dei mercati domestici. La scelta delle piazze commerciali su cui operare è condizionata dallo scenario macroeconomico del Paese straniero; lo sviluppo delle nazioni dell'Est Europeo o dei grandi bacini asiatici hanno attirato e attraggono fortemente l'attenzione dell'imprenditoria italiana, la quale ha investito importanti risorse su tali mercati.

Per raggiungere gli obiettivi sono stati creati strumenti finanziari di debito adatti a sostenere le nuove dinamiche di crescita, dei quali si tratterà più diffusamente nel prosieguo della trattazione.

2.2.2 Crescita estera

La spina dorsale della realtà economica italiana è ancora rappresentata dalla Piccola e Media Impresa ma i mutamenti di mercato, tendenti all'internazionalizzazione, inducono a ritenere che ormai la piccola dimensione non sia più così "conveniente" ed occorra una crescita soprattutto qualitativa. Oggi l'iperconcorrenza globale impone determinati standard dimensionali e organizzativi che spesso si rivelano proibitivi per le imprese italiane.

Ecco che la dimensione ridotta delle nostre aziende, considerata fino a pochi anni fa una caratteristica premiante, oggi diviene una "criticità" nel confronto internazionale. In passato si riteneva che la "taglia ridotta" costituisse un notevole punto di forza: le dimensioni modeste infatti risultano maggiormente flessibili e consentono di godere di una struttura basata soprattutto su costi ed oneri prevalentemente variabili, facilmente conformabili alle variazioni della domanda. Ma la limitata dimensione porta con sé anche diversi svantaggi evidenziati dal confronto con l'estero: la difficoltà di seguire efficacemente l'evoluzione dei mercati, la minore capacità di attrarre risorse, in particolare quelle umane ed intangibili, la base tecnologica e finanziaria insufficienti per rimanere competitive sono soltanto alcuni esempi. Proprio di fronte all'internazionalizzazione il tessuto produttivo italiano appare inadeguato ad affrontare le nuove sfide che il mercato presenta. Il concetto di "piccolo", nel contesto globale, deve essere confrontato con le dimensioni dei mercati di riferimento dell'impresa e con i concetti di posizionamento e di quota di mercato che l'azienda assume in questi mercati. Insomma, le piccole dimensioni sono ormai insufficienti per penetrare adeguatamente e convenientemente i mercati esteri.

Gli imprenditori che governano le PMI, di fronte a questa situazione, devono riorientare le scelte strategiche, per essere maggiormente competitivi in Italia e oltre confine. Diventa fondamentale acquisire “l’ambizione e la tensione alla crescita”, realizzabile anche attraverso la costituzione di reti di piccole e medie imprese, all’interno delle quali si mettono in comune alcune iniziative ed attività per affrontare insieme, ed in un modo nuovo, i mercati (esteri e locali). Con le organizzazioni rete è possibile realizzare un adeguato “gioco di squadra”, nuovo presupposto per il miglioramento del livello competitivo dell’impresa e per la riduzione del rischio complessivo.

Ciò che è importante rilevare a tal proposito è l’ostacolo culturale. L’imprenditore che oggi è alla guida di una PMI deve acquisire una mentalità diversa, una cultura d’impresa diversa, sia a livello di management, sia a livello imprenditoriale, in quanto attualmente una PMI, da sola, difficilmente può affrontare le ingenti spese richieste per l’internazionalizzazione, soprattutto in relazione ai notevoli costi che si determinano con l’attività di espansione sui mercati esteri²⁷.

La globalizzazione dei mercati comporta due ordini di problemi per la piccola e media impresa: i costi produttivi, questione cui l’imprenditore può far fronte salvaguardando la propria tecnologia e quindi la qualità, sviluppando le competenze e le abilità di riduzione continua dei costi, ed il problema della commercializzazione, valorizzazione e posizionamento dell’offerta aziendale.

È forse questo l’aspetto cruciale in quanto molti imprenditori di piccole dimensioni investono maggiormente nella produzione, trascurando le attività di marketing, commercializzazione e valorizzazione dell’offerta aziendale che rappresentano, invece, fondamentali leve strategiche nel sempre più difficile confronto internazionale. A tale proposito, le Associazioni di categoria si stanno operando molto, fornendo ad esempio informazioni sui mercati esteri o attivandosi nella costituzione di consorzi all’exportazione. Si assiste tuttavia – ancora spesso – ad un ostinato individualismo, tanto che gli imprenditori italiani si considerano più come “concorrenti”, che come “colleghi”. La possibilità di pervenire alla realizzazione di dimensioni d’impresa competitive attraverso accordi, partnership, alleanze e fusioni sembra tuttavia ancora difficile (a causa, come abbiamo sopra precisato, di “resistenze” di carattere culturale) anche se il ricorso a strutture organizzative integrate e a reti diventa sempre più una necessità imprescindibile per imprese che, pur essendo qualificate nell’attività di progettazione e produzione, devono ora sviluppare competenze ed iniziative strategiche di commercializzazione e vendita nel mercato globale, effettuando investimenti strutturati e sistemici difficili da realizzare per le PMI. Per queste ragioni è possibile assumere che le PMI italiane dovrebbero porsi come obiettivo principale non tanto la crescita in termini dimensionali o puramente quantitativi bensì la ricerca di un migliore posizionamento competitivo, raggiungibile attraverso un più oculato sistema di scelte strategico-gestionali. Tali scelte potrebbero focalizzarsi sulla definizione di un codice deontologico interno di comportamento volto a garantire una maggiore efficienza nei processi decisionali e una più elevata qualità dell’informazione contabile e amministrativa erogata all’esterno.

I tentativi fino ad oggi attuati nella direzione della crescita dimensionale delle Pmi italiane conducono a ritenere che la realizzazione di questo obiettivo possa attuarsi attraverso l’applicazione dei seguenti modelli²⁸:

²⁷ Cfr. *Forum Internazionalizzazione 2006*. Atti del convegno ABI, 2006.

²⁸ Cfr. *Internazionalizzazione e servizi finanziari per le imprese*, ABI 2006.

- la creazione di *joint venture* e l’implementazione di operazioni di acquisizione che determineranno la crescita delle imprese;
- il mantenimento del modello attuale “educando” le Pmi a “fare sistema”;
- lo sviluppo di nuovi processi di aggregazione tra imprese indispensabili per lo sviluppo dell’eccellenza anche sul fronte del marketing d’acquisto e dell’*e-procurement*.

Per le PMI il problema della crescita, sia dal punto di vista quantitativo (inteso come aumento del livello di fatturato, del capitale investito e del numero di addetti), così come dal punto di vista qualitativo (riguardante il miglioramento delle condizioni strutturali, strategiche ed operative dell’azienda) è considerato condizione vincolante per il mantenimento dell’equilibrio aziendale (si pensi ad esempio all’intensità della competizione sui costi con la conseguente necessità di sfruttare al meglio le economie di scala e di scopo, alla rapidità e complessità del progresso tecnico con il conseguente e parallelo accorciamento del ciclo di vita dei prodotti) e come fattore imprescindibile per l’azienda con vocazione all’internazionalizzazione. Gli imprenditori dovranno avviare o proseguire il proprio “processo di maturazione imprenditoriale” impegnarsi nel continuo miglioramento dell’efficienza aziendale e nella realizzazione di nuovi investimenti.

Ma se l’esigenza di crescita è ampiamente percepita dalle piccole aziende, è prioritario il conseguimento di una crescita di tipo “qualitativo”, risultato del miglioramento delle condizioni strutturali, strategiche ed operative dell’azienda.

2.2.3 Le risposte del sistema bancario italiano al fenomeno, ricerca empirica

Il processo di globalizzazione dei mercati e la diversificazione, anche geografica, dell’attività degli intermediari finanziari hanno ravvivato l’interesse per l’internazionalizzazione bancaria e aperto una rinnovata fase di operazioni *cross-border* e di penetrazione nei sistemi finanziari in paesi emergenti e in mercati del tutto nuovi, come quello cinese o indiano, potenzialmente di notevole rilievo.

Gli intermediari bancari italiani hanno sviluppato nuove iniziative per razionalizzare la rete distributiva estera e mettere a punto strategie di internazionalizzazione che, in particolare nel caso dell’Europa dell’Est, si sono rivelate molto significative.

Tra i fattori che incidono con successo sul processo di internazionalizzazione delle imprese italiane, un ruolo di primo piano è rivestito dagli strumenti che gli intermediari mettono a disposizione per affrontare la sfida dei mercati esteri. La varietà di imprese coinvolte – per dimensioni e stadio di sviluppo, obiettivi, strategie e formule di intervento – necessità di conseguenza di variegato e articolato set di prodotti e servizi finanziari, idonei a soddisfare di volta in volta i bisogni generati dall’operatività sui mercati internazionali: dai tradizionali servizi di pagamento e finanziamento a quelli più complessi di assistenza/consulenza, garanzia e copertura dei rischi, finanza strutturata²⁹.

Per comprendere effettivamente l’implementazione del processo di sviluppo internazionale delle principali banche italiane è possibile prendere visione della tabella alla pagina seguente che specifica i Paesi stranieri nei quali queste ultime hanno deciso di inserirsi in maniera stabile e duratura.

²⁹ Cfr. M. Oriani, *Banche italiane e internazionalizzazione*, 2006.

Tabella 4. Mappatura delle banche italiane all'estero

	Slovenia	Croazia	Bosnia	Serbia Montenegro	Macedonia	Albania	Bulgaria	Ungheria	Repubblica Ceca	Slovacchia
UNICREDIT		Gruppo Zagrebacka	Gruppo Zagrebacka				Bulbank		Zivnostenska Banka	Uni Banka
HVB	Bank Austria Creditanstalt	CA IB d.d. Croatia	Banja Luka	HVB Bank of Serbia and Montenegro	ro		Hebros Bank; HVB Biochim AD	HVB Bank Hungary	HVB Bank Czech Republic	HVB Bank Slovakia
SAN PAOLO IMI	Banca Koper	ro				Banca Italo- Albanese		Inter Europa Bank	ro	
BANCA INTESA	Banca Pop. Friuli Adria	PBZ	UPI Banka	Banca Intesa Beograd				CIB	VUB	VUB
BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA	Volksbank	Volksbank	Volksbank	Volksbank				Volksbank	Volksbank	Ludova Banka
VENETO BANCA										
MPS										ro
BPVN		Banka Sonic								
BANCA CR FIRENZE				Nova Banka (Findomestic)						
BNL										
BANCA DI ROMA										
BANCA CARIGE										

	Grecia	Romania	Moldavia	Polonia	Estonia	Lituania	Ucraina	Turchia	Latvia	Russia
UNICREDIT		Unicredit Romania		Bank Pekao			Bank Pekao	Gruppo Koc		
HVB	Branch	HVB Bank Romania		Banca BPH	HVB Bank	HVB Lithuania	HVB Bank Ukraine	ro	HVB Latvia	Moscow Bank PLC
SAN PAOLO IMI	Branch	San Paolo Imi Romania		ro				ro		ro
BANCA INTESA				ro			Ukrsotsbank	ro		Zao Bank, KMB
BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA		Volksbank								
VENETO BANCA		Banca Italo Romana	Eximbank							
MPS				Desk				ro		ro
BPVN										
BANCA CR FIRENZE		Firenze Romania								
BNL				ro						ro
BANCA DI ROMA								Branch		ro
BANCA CARIGE										Branch

	Iran	Libano	Singapore	Emirati Arabi	Thailandia	Corea	Hong Kong	India	Giappone
UNICREDIT									
HVB	ro		ro	ro		ro	ro	ro	Branch
SAN PAOLO IMI	Desk		Branch	ro	ro		Branch	ro	Branch
BANCA INTESA	ro	ro				ro	Branch	ro	Branch
BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA							ro		
VENETO BANCA							ro		
MPS							Branch		
BPVN							ro	ro	
BANCA CR FIRENZE									
BNL	ro						ro	ro	
BANCA DI ROMA		Branch	Branch				Branch		Branch
BANCA CARIGE									

Branch = Filiale

Desk

ro =rappresentative office

= non
presente

Fonte: Nostre elaborazioni su dati ABI

2.2.4 Il caso Cina nelle strategie delle istituzioni bancarie

L'attenzione mostrata dalle banche italiane nei confronti della Cina è risultata costantemente crescente negli ultimi anni. L'operatività da esse svolta è essenzialmente in attività di supporto alle iniziative di internazionalizzazione delle imprese italiane già loro clienti, tramite finanziamenti diretti o per mezzo di garanzie fornite alle banche cinesi che materialmente erogano le facilitazioni.

Sempre più rara è invece la partecipazione a prestiti sindacati nei confronti di grandi conglomerati cinesi, operazioni divenute sempre meno frequenti e meno remunerative per gli intermediari coinvolti. L'espansione della rete delle nostre banche si è mossa di pari passo con l'aumentato attivismo delle imprese italiane in Cina, sia in termini di meri rapporti commerciali sia di nuovi insediamenti produttivi. Numerose sono le manifestazioni di interesse da parte di banche non ancora presenti. Tra gli istituti già attivi, invece, sono in corso progetti di rafforzamento o di estensione della copertura territoriale.

D'altro canto, va ricordato che, mentre l'apertura di uffici di rappresentanza non incontra particolari vincoli, l'istituzione di sportelli operativi è invece soggetta a limiti piuttosto stringenti di capitale minimo e di attività effettivamente esercitabili (dapprima limitate nella valuta di denominazione e nella natura delle possibili controparti, poi man mano estendibili in vario grado negli anni successivi).

Nel complesso, si ritiene che permangano molte potenzialità non ancora sfruttate nel livello di interazione con il mercato locale, soprattutto con riguardo a quanto realizzato dai principali concorrenti internazionali. Quasi tutti i primari istituti inglesi, tedeschi, francesi, olandesi, svizzeri e belgi (per limitarsi agli europei) hanno infatti investito in misura consistente sia nello sviluppo del *retail banking*, sia nell'accedere a servizi accessori (intermediazione in titoli, gestione del risparmio, ecc).

Tabella 5. Presenza territoriale delle principali banche italiane sul territorio cinese

	SHANGHAI		BEIJING		CANTON	
	Branch	R.O.	R.O.	R.O.	R.O.	R.O.
Banca Intesa	X		X			
Unicredit		X	X		X	
San Paolo – IMI	X		X			
Banca di Roma	X		X			
MPS		X	X		X	
BNL		X	X			
BPVN		X				
Banca Lombarda e Piemontese		X				
B. Pop. di Vicenza		X				
Carige			X			
Banca Popolare di Sondrio		X				
Banca Popolare Emilia Romagna		X				

R.O. : ufficio di rappresentanza
Fonte: Nostre elaborazioni su dati ABI 2006

CAPITOLO 3. STRUMENTI INNOVATIVI DI DEBITO
(di S. Bonini, S.Motta)

3.1 I principali strumenti innovativi per le PMI

3.1.1 Il Mezzanine Finance

È possibile definire il *mezzanine finance* come uno strumento che si colloca in una posizione intermedia tra capitale di debito (*senior debt*) e capitale di rischio (*equity*)³⁰. Potrebbe essere delineato come una forma di prestito caratterizzata da un profilo rendimento – rischio più elevato, capace di coniugare i vantaggi del capitale di debito con quelli del capitale proprio, poiché si fonda più sui flussi di cassa attesi dell'impresa finanziata che sulle garanzie reali. La nascita di istituti specializzati nell'erogazione di *mezzanine finance*, particolarmente presenti in Gran Bretagna, è accompagnata dalla diffusione di istituzioni analoghe sul territorio italiano, benché il fenomeno nel nostro Paese sia ancora agli esordi. Il trend volge però ad uno sviluppo dello strumento, fatto che ne conferma la crescente rilevanza tra le fonti di finanziamento. È pur vero, d'altra parte, che i rischi generalmente connessi allo sviluppo di un nuovo strumento finanziario possono essere meglio governati nei Paesi in ritardo sull'applicazione della novità, i quali possono fruire dell'esperienza altrui. Lo strumento raccoglie e sintetizza due principali strumenti: "il debito subordinato", ovvero un prestito a tasso fisso, e il cosiddetto "*equity kicker*", che consiste sostanzialmente nella concessione di un credito in base al quale il creditore-investitore ha diritto ad una quota percentuale dell'incremento di valore della proprietà cui il finanziamento si riferisce o, in alternativa, ad un interesse, anche potenziale, nella proprietà dell'impresa. In entrambi i casi il finanziatore è in possesso di uno strumento ibrido, che può essere considerato sia un credito sia una quota di patrimonio. Il *mezzanine finance* offre tra l'altro all'impresa la possibilità di diversificare, in termini di costo, le fonti di finanziamento, non limitandosi esclusivamente al capitale di debito o al capitale azionario dagli elevati costo e rischiosità, attraendo altri potenziali finanziatori. Agli azionisti consente di incrementare il grado di leva finanziaria senza modificare il livello di rischio percepito dalle banche finanziatrici che conservano inalterata la propria posizione finanziaria, sia in termini di protezione in caso di liquidazione dell'impresa sia di attività a garanzia del finanziamento. Dal miglioramento della situazione finanziaria dell'impresa deriva anche una maggiore tranquillità per i suoi creditori. Le imprese che costituiscono il "*target*"³¹ ideale per chi propone un *mezzanine finance* sono aziende operanti in settori relativamente maturi e caratterizzate da un *business risk* limitato, oppure dotate di una consolidata posizione di *leadership*, anche di nicchia e di un *financial slack* che consente un incremento del *leverage* nella struttura del passivo. In Europa il "finanziamento mezzanino" ha la forma di un prestito a tasso variabile, al contrario degli Stati Uniti dove è un titolo obbligazionario a tasso fisso che facilmente richiama al mercato dei "*junk bonds*" ossia obbligazioni dal bassissimo rating. A differenza degli USA, in Europa il mercato del debito mezzanino non è ancora pubblico ed ha scadenze più ridotte (4-8 anni), l'incidenza è

³⁰ Cfr. Gorbani, *Il Mezzanine Finance*, Egea 1998.
³¹ Cfr. F. Pietrostefani, *Ecco il Mezzanine Finance, una nuova risorsa per l'impresa*, 2000.

minore anche in relazione al finanziamento complessivo (15% contro 30%) e vi sono maggiori rigidità e richiesta di garanzie.³² Altri motivi per cui il *"mezzanine finance market"* europeo è meno sviluppato sono legati alla presenza di banche più generose nell'offerta di capitale di debito, nonché ad una diversa cultura. Ostacolo difficile deriva anche dall'esistenza di sistemi fiscali e giuridici differenti nei vari Paesi del Vecchio Continente. Un *"impasse"* che potrà essere superata solo se gli intermediari finanziari europei e italiani capiranno l'utilità di questo strumento, valutandone appieno i rischi e le potenzialità di rendimento, disegnandone le caratteristiche tecniche in modo da enfatizzarne la componente di capitale di rischio a basso costo più che quella di capitale di debito a costo elevato, puntando sulla flessibilità delle garanzie, delle scadenze, degli interessi e della forma di partecipazione al capitale di rischio dell'impresa. E soprattutto scegliendo una configurazione giuridica fiscalmente non penalizzante. Tra le alternative possibili per creare un fondo *"mezzanine"* possono essere citate il fondo comune di investimento aperto, ipotesi che nel nostro Paese non appare la più indicata; un fondo chiuso, che evidenzia però un grado di autonomia e flessibilità piuttosto basso; una società simile a quella dei fondi chiusi di tipo statutario presenti nei Paesi anglosassoni. La soluzione ideale dovrebbe comunque consentire liberamente aumenti di capitale; garantire il ricorso a forme di debito e non solo di capitale proprio. In Italia, la normativa fiscale vigente in tema di profitti societari e dividendi percepiti da soggetti non residenti non favorisce la diffusione dello strumento. È però da segnalare che nel nostro Paese dove spesso la valutazione del finanziamento è più legata alle tipologie e al tenore delle garanzie prestate, che all'analisi delle prospettive di reddito future della società, il *mezzanine finance*, potrebbe risultare molto interessante e ben si presterebbe alla risoluzione di situazioni finanziarie complesse, senza dover ricorrere ad azioni sul capitale.³³

Nel corso degli ultimi vent'anni il mercato del prestito mezzanino ha visto l'entrata di numerosi nuovi investitori. Se negli anni '80 la scena era dominata dalle compagnie assicurative e dalle altre istituzioni finanziarie tradizionali, nel corso del decennio successivo si è verificato l'inserimento di altri soggetti quali fondi pensione, hedge funds, leveraged public funds, etc. Si è così creato un vero e proprio mercato del debito mezzanino caratterizzato da un regime concorrenziale (ciò si verifica particolarmente negli Stati Uniti).³⁴

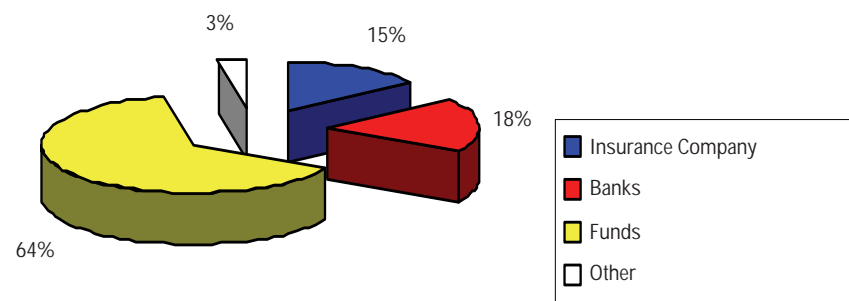


Grafico 1. Quote di mercato del Mezzanine per tipologie di istituto

³² Cfr. *Capital Eyes*, Bank of America, Ottobre 2002.

³³ Cfr. S. Boffano, *Il Mezzanine Finance: caratteristiche dello strumento, strutture istituzionali, analisi di mercato*, 1994.

³⁴ Cfr. *Capital Eyes*, Bank of America, articolo tratto dall'archivio datato Ottobre 2002.

3.1.2 I Prestiti Partecipativi

La sottocapitalizzazione è spesso uno dei cronici problemi con cui si devono confrontare le Pmi. In vista dell'applicazione di Basilea 2, la scarsa presenza di capitale proprio all'interno dell'azienda rappresenta uno degli elementi maggiormente penalizzanti nell'attribuzione del *rating*, poiché viene interpretata come debolezza strutturale. Non sempre i soci sono pronti a sostenere l'entità, i tempi e i costi di un'operazione di aumento di capitale sociale. Uno strumento utile al fine di conciliare esigenze dell'impresa con le possibilità e con gli interessi della proprietà può essere rappresentato dai prestiti partecipativi.

Introdotta per la prima volta nell'ordinamento legislativo italiano, dall'art. 35 della Legge 5 ottobre 1991 n. 317, il prestito partecipativo si configura come un rapporto triangolare tra la banca, l'impresa finanziata ed i terzi coobbligati (di norma i soci dell'impresa). La società finanziata si obbliga a corrispondere alla banca, alla scadenza, il capitale e gli interessi, nonché una percentuale dell'utile netto d'esercizio. Da parte loro, i soci s'impegnano, in quanto coobbligati, a fornire alla società le risorse necessarie per il rimborso delle rate del prestito in linea capitale. L'operazione si configura come un'anticipazione del capitale di rischio. Il vantaggio per i soci consiste nella possibilità di dilazionare nel tempo l'impegno finanziario, l'impresa ha l'opportunità di ottenere rapidamente le risorse necessarie per la sua operatività. Sono beneficiari del prestito partecipativo le piccole e medie imprese organizzate in forma di società di capitali, ivi comprese le società cooperative con esclusione delle imprese agricole indicate dalle disposizioni legislative.³⁵ Il prestito è concesso in relazione ad un programma d'attività, finalizzato alla costituzione, allo sviluppo ed alla ristrutturazione dell'impresa, nonché alla tutela ambientale, al risparmio energetico, all'innovazione tecnologica ed agli investimenti per la sicurezza sui luoghi di lavoro. L'importo erogabile può coprire anche il 100% dell'aumento di capitale previsto. In considerazione della particolare struttura del finanziamento, l'ammontare finanziato è determinato anche in funzione dell'impegno assunto dai soci (sottoscrizione dell'atto di obbligo). La durata può variare da un minimo di cinque anni ad un massimo di dieci, oltre il periodo di preammortamento, mentre il rimborso è effettuato di norma in rate semestrali costanti di capitale e quota interessi. A garanzia del prestito partecipativo, per capitale ed interessi, dovrà essere rilasciata da parte dei soci (o di altri soggetti coobbligati) la fidejussione a favore della banca.³⁶

3.1.3 I Consorzi di garanzia fidi

I Consorzi di garanzia sono società costituite in forma di consorzi e cooperative di imprese finalizzate alla prestazione di garanzie per le operazioni di credito promosse dall'impresa consorziate. Operano, quasi esclusivamente, nell'ambito delle strutture di servizio promosse dalle associazioni di categoria dell'industria, del commercio e dell'artigianato.³⁷ Specializzati nel settore dei servizi finanziari, fungono da interfaccia tra il sistema creditizio e gli operatori finanziari in genere e, sempre più spesso, a livello regionale si associano in consorzi di secondo grado. I consorzi tendono a dotarsi di un fondo monetario, costituito dagli apporti dei soci, che sottoscrivono quote sociali e di eventuali enti esterni. Tale fondo viene depositato presso gli istituti convenzionati a garanzia dell'obbligazione che esso si assume nei confronti degli stessi per i crediti concessi ai propri soci. In caso d'insolvenza del socio, l'istituto di cre-

³⁵ Cfr. art. 2135 del Codice civile.

³⁶ Cfr. P. Arzarello, P. Camazi, E. Danieli, L. Nardi, *Il prestito partecipativo ed i Confidi: indicazioni operative*, 2005.

³⁷ Cfr. G. Capitano, *Sviluppi e prospettive dei consorzi di garanzia collettiva fidi*.

dito si rivale direttamente sul fondo di garanzia del consorzio, in quanto obbligato in solido con il socio per il debito che quest'ultimo contrae verso la banca, in misura proporzionale alla garanzia rilasciata. L'importo garantito dalla Cooperativa varia a seconda delle operazioni finanziate, e generalmente si aggira attorno al 50%. L'importo massimo erogabile dalla banca con la garanzia dei Consorzi di garanzia, è calcolato applicando alle somme depositate presso gli istituti di credito un moltiplicatore convenzionale concordato in fase di stipula della convenzione tra i Consorzi e la Banca. Il moltiplicatore più frequentemente adottato è di 1 a 20 anche se non è infrequente un utilizzo più estensivo pari a 1 a 30. Quindi il patrimonio della Cooperativa risulta assumere notevole importanza per far fronte agli impegni nei confronti della banca. L'ente di garanzia, prima di concedere avvallo ai propri associati, accerta lo stato economico-finanziario dell'impresa, attraverso un processo di valutazione formalizzato e preciso. Tale stima del valore di impresa consente di individuarne gli eventuali punti di forza e di debolezza e di verificare e evidenziare il problema finanziario dell'azienda, che spesso non è identificato con precisione dai titolari. L'importanza dell'analisi dell'azienda consiste nel fatto che è determinante "mettere a fuoco" l'impresa e il suo fabbisogno, individuando uno o più prodotti finanziari utili alla risoluzione della problematica.

L'attività esercitata dai Consorzi di garanzia³⁸ è disciplinata dall'art. 29 della Legge 5 ottobre 1991, n.317 (testo in continuo aggiornamento³⁹), in cui si definiscono consorzi e cooperative di garanzia collettiva fidi i consorzi, le società consortili e le cooperative che abbiano come scopi sociali:

- l'attività di prestazione di garanzie collettive per favorire la concessione di finanziamenti da parte di aziende e istituti di credito, di società di locazione finanziaria, di società di cessione di crediti di imprese e di enti parabancari alle piccole imprese associate;
- l'attività di informazione, di consulenza e di assistenza alle imprese consorziate per il reperimento e il migliore utilizzo delle fonti finanziarie, nonché le prestazioni di servizi per il miglioramento della gestione finanziaria delle stesse imprese. A tale attività, in quanto connessa e complementare a quella di prestazione di garanzie collettive, si applicano le disposizioni tributarie specificamente previste per quest'ultima.

La funzione indicata al primo punto è strettamente connessa a quella consulenziale svolta da questi organismi, poiché il rilascio delle garanzie proprie dei Consorzi, per facilitare l'accesso al credito delle imprese consorziate, è subordinata alla valutazione dell'impresa e all'individuazione del fabbisogno creditizio della stessa.

Attraverso la costituzione di fondi collettivi di garanzia, i consorzi assicurano la copertura di parte delle perdite eventualmente sopportate dalle banche convenzionate a seguito di insolvenze verificatesi tra la clientela associata. Riducendo il rischio economico della banca, tali organismi prospettano agli istituti di credito un'analisi dell'impresa rivolta prevalentemente alla valutazione della capacità di credito al fine di ridurre gli ostacoli frapposti dalla eventuale carenza di garanzie dirette dell'affidato. L'adesione ai Consorzi è caratterizzata da una forte prevalenza di imprese di piccole dimensioni, la cui situazione economica, finanziaria e patrimoniale non può generalmente costituire un parametro sufficiente per

³⁸ Cfr. P. Oltremari, *Il ruolo dei consorzi di garanzia collettiva fidi nel finanziamento delle piccole e medie imprese*.

³⁹ *Il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale: conseguenze sulle attività di Consorzi di Garanzia e fidi*.

giudicare la loro solvibilità. La valutazione di quest'ultima deve spesso includere anche altre variabili di natura qualitativa, quali il giudizio sulla figura, le doti etiche e le capacità professionali dell'imprenditore. I Confidi si ripromettono quindi un miglioramento quantitativo e qualitativo del rapporto tra banche e imprese minori.⁴⁰ Affinchè ciò sia possibile, è necessario che gli organismi di garanzia collettiva soddisfino sia i bisogni degli associati sia le attese dell'altro *stakeholder* coinvolto, ossia l'istituzione finanziaria convenzionata. In effetti tali organismi prospettano alle banche notevoli benefici, tra cui:

- ottenere, grazie alla garanzia collettiva, un frazionamento del rischio collegato alla possibilità di insolvenza degli associati affidati;
- sviluppare l'attività creditizia in settori che permettono un'alta frammentazione e diversificazione degli impieghi, attraverso l'elevata competenza informativa dei Confidi;
- aumentare le relazioni di clientela, minimizzando i costi promozionali;
- alleggerire alcune fasi dell'istruttoria di fido, grazie alla collaborazione fornita dai Confidi nella predisposizione della pratica di finanziamento;
- valutare approfonditamente, attraverso l'ausilio dei Confidi, la conoscenza dell'affidato senza incorrere in costi diretti aggiuntivi;
- allargare il lavoro bancario non direttamente connesso agli affidamenti garantiti.

Per quanto riguarda gli aspetti giuridici⁴¹, l'attività svolta da questi enti trova riferimento nella normativa degli intermediari finanziari; è previsto infatti l'obbligo dell'iscrizione presso un elenco speciale tenuto dall'Ufficio Italiano Cambi.⁴² L'iscrizione nella sezione non abilita ad effettuare le altre operazioni riservate agli altri intermediari finanziari. Ulteriori e più articolate disposizioni sono state recentemente emanate dal Governo.⁴³

3.1.4 Il Leasing

Il leasing poggia sulla considerazione che il godimento economico di un bene è più importante della sua proprietà.⁴⁴ Si tratta di un negozio giuridico non disciplinato da una normativa specifica che riunisce in sé elementi propri della locazione e dell'acquisto. In questo contratto il locatore o *lessor* concede al locatario o *lessee*, il godimento di un bene, per un tempo definito, dietro il pagamento di un canone determinato. Alla scadenza, il locatario ha spesso la facoltà o di acquistare il bene oggetto del contratto ad un determinato prezzo oppure di restituirlo.

A differenza delle forme «tradizionali» di affitto, al locatario incombono però gli obblighi tipici del proprietario, quali la manutenzione o i rischi legati al bene e al suo utilizzo.

Per l'impiego del bene l'utilizzatore del leasing corrisponde le rate di leasing che, oltre al canone, comprendono anche una quota di ammortamento del capitale, calcolata in funzione della durata del contratto.

⁴⁰ Cfr. R. Cafferata, *I consorzi di garanzia collettiva dei fidi diffusione, limiti e potenzialità di una forma di associazionismo tra piccole e medie imprese*.

⁴¹ Aspetti giuridici: art. 29 della Legge 5 ottobre 1991, n.317; art. 13 del decreto legge 30/9/2003 n. 269; Legge di conversione 24 Novembre 2003 n. 326.

⁴² Cfr. art.155, comma 4, della legge 01 settembre 1993, n. 385 *testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*.

⁴³ Gazzetta Ufficiale n. 302 del 29 dicembre 2005.

⁴⁴ Fonte: sito ufficiale UBS.

Non è prescritta alcuna forma particolare per la stesura del contratto di leasing, ma è prassi abituale stabilire i diritti e gli obblighi delle parti contraenti in forma scritta.

L'utilizzatore del leasing (cliente) ha il diritto economico di godimento e di utilizzo del bene oggetto del contratto; ha il possesso del bene (effettivo possesso momentaneo) ma non la proprietà (possesso legale) ed è obbligato a corrispondere al concedente le rate di leasing concordate (interessi + ammortamento). Il concedente è il proprietario legale del bene oggetto del contratto e cede all'utilizzatore del leasing il godimento economico e l'utilizzo del bene oggetto del contratto percependo in cambio le rate di leasing.

Esistono molte tipologie di leasing, ormai tipizzate dalle interpretazioni rese da dottrina e giurisprudenza. La distinzione può essere effettuata sulla base dei seguenti criteri: tipo di bene in leasing, tipo di concedente e natura del contratto.⁴⁵

Per quanto concerne il metodo di suddivisione in base al bene è possibile distinguere:

- *Leasing per beni di consumo*: comprende beni destinati principalmente all'uso privato e spesso associati a contratti di servizi.
- *Leasing per beni strumentali*: attrezzature che possono essere affittate per uso industriale e commerciale quali impianti di produzione, macchine utensili, apparecchiature informatiche, veicoli commerciali, ecc.
- *Leasing per immobili*: può trattarsi di immobili adibiti a uso industriale e commerciale oppure edifici amministrativi, fabbriche, magazzini, alberghi o, ancora oggetti dell'amministrazione pubblica.

In relazione alla classificazione in base al concedente è possibile distinguere:

- *Leasing diretto*: il contratto di leasing viene stipulato tra il produttore/fornitore e l'utilizzatore del leasing.
- *Leasing indiretto*: caratterizzato da due contratti giuridicamente indipendenti. Il primo è un contratto di vendita/fornitura tra la società di leasing e il produttore/fornitore, il secondo è un contratto di leasing tra la società di leasing e l'utilizzatore dello stesso.

3.1.4.1 Il contratto di leasing

Nel contratto di leasing intervengono tre diversi soggetti: il concedente, l'utilizzatore ed il fornitore del bene oggetto dell'operazione. Il cliente procede inizialmente come se si trattasse di un acquisto in contanti, ovvero richiede delle offerte, avvia le contrattazioni e infine delinea una decisione. Contemporaneamente egli contatta la società di leasing, con la quale discute le sue esigenze di finanziamento. Una volta che la società di leasing ha effettuato la promessa di credito, il cliente trasmette il proprio ordine al fornitore. A seguito della firma del contratto tra il cliente e la società di leasing, quest'ultima interviene per conto del cliente in veste di acquirente, con cui stipula un contratto di fornitura/acquisto per il bene in questione. Il bene oggetto del leasing viene quindi recapitato direttamente al cliente che, firmando il protocollo di presa in consegna, conferma che l'oggetto in leasing soddisfa le specificazioni convenute. Sulla base del protocollo di presa in consegna la società avvia il contratto di leasing e salda al fornitore il bene conformemente alle modalità di pagamento stabilite di comune accordo tra il cliente e il fornitore.

⁴⁵ Cfr. R. Clarinza, *I contratti di finanziamento. Leasing e factoring*.

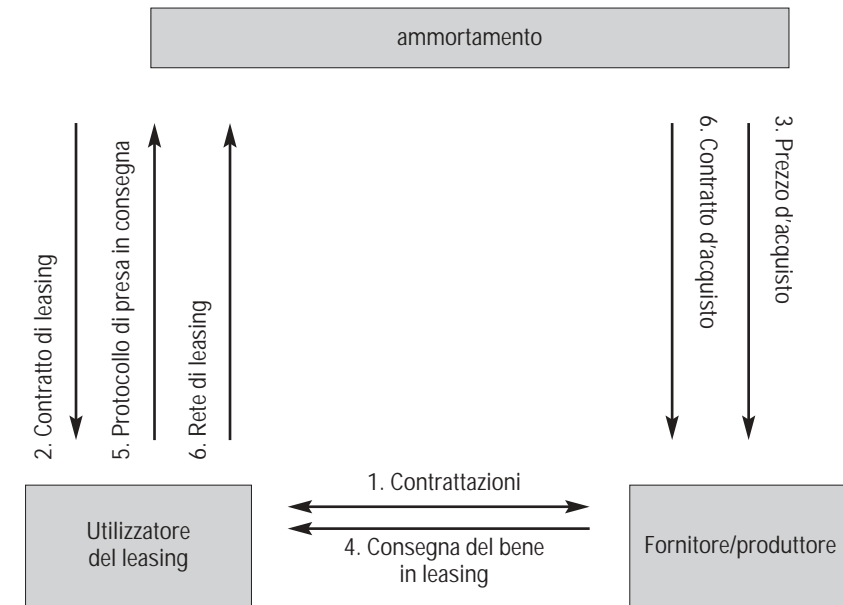


Figura 4. Schema rapporto di leasing (Fonte UBS)

La durata del contratto generalmente è legata alla tipologia di bene considerata: per i beni mobili la durata del rapporto viene determinata in base a criteri finanziari.

3.1.4.2 Leasing operativo

Il leasing operativo può essere inquadrato giuridicamente come una locazione di beni strumentali.⁴⁶ Esso rappresenta una forma particolare di noleggio poiché la società, pur avendone il pieno godimento, paga un canone per così dire locatizio, realizzando nel breve periodo un ingente utile dovuto alla sproporzione derivante dal basso costo del canone di locazione e le utilità derivanti dai beni.⁴⁷ Data la brevità del contratto, il bene in leasing non può essere completamente ammortizzato. Per questo motivo, durante il primo periodo contrattuale, il concedente non viene completamente risarcito né dell'investimento, né dei costi accessori, né degli interessi passivi.

Allo scadere del primo periodo contrattuale, la società di leasing deve quindi poter rinnovare il contratto con l'utilizzatore oppure dare il bene in leasing ad un'altra controparte contrattuale. A differenza del leasing finanziario, nel leasing operativo il concedente sopporta una parte rilevante dei rischi connessi alla proprietà e all'investimento. Il leasing operativo è sempre più apprezzato dalle aziende che gestiscono la loro contabilità secondo i principi IAS/USGAAP, da società di partecipazione, banche e assicurazioni, poiché i beni non figurano nei libri contabili. Infatti, in quanto tipici oggetti in affitto, non sono considerati come mezzi propri (delle aziende interessate) e non sono soggetti all'obbligo di iscri-

⁴⁶ Cfr. Sito ufficiale UBS.

⁴⁷ Cfr. G. Cremona, *Il manuale del Leasing*.

zione a bilancio. Infine, poiché il contratto di leasing operativo non si configura come un noleggio, non è prevista l'opzione di acquisto.⁴⁸

3.1.4.3 Leasing Finanziario

Il leasing finanziario consiste in un'operazione di finanziamento composta da due distinti contratti con i quali una società di leasing concede ad un'impresa il godimento di un bene, da essa precedentemente acquistato in cambio del pagamento di un canone periodico proporzionale alla sua vita economica e con l'attribuzione al locatario della facoltà di diventarne proprietario a scadenza. Il contratto ha una durata medio-lunga, che viene stabilita in base alla durata economica e tecnica dell'oggetto. Il contratto di leasing non comprende di norma la prestazione di servizi.

Durante il periodo contrattuale il concedente viene risarcito dei costi accessori e degli interessi passivi. Dal punto di vista dell'utilizzatore il leasing finanziario corrisponde a un acquisto a scopo d'investimento finanziato da terzi. Il rischio di investimento è a carico dell'utilizzatore che, come nel caso di un prestito da rimborsare, deve corrispondere interessi e ammortamenti fissi (rate di leasing).

3.1.4.4 Leasing di godimento

Il leasing di godimento è una figura giuridica che si avvicina maggiormente al contratto di locazione rispetto che a quello del leasing operativo. In questa fattispecie rientrano dunque quelle forniture che alla fine del contratto di leasing hanno valore residuale modesto o addirittura nullo a ragione della rapida obsolescenza tecnica. I canoni rappresentano esclusivamente l'esatto corrispettivo per l'uso dei beni stessi, pertanto il leasing di godimento soggiace alla disciplina dei contratti ad esecuzione continuata o periodica.

3.1.4.5 Leasing traslativo

Nel caso di leasing traslativo alla scadenza del contratto, il bene utilizzato in forma di un contratto di leasing, possiede ancora un valore economicamente apprezzabile. Il pagamento dei canoni rappresenta il versamento rateale del prezzo ai fini dell'acquisto del diritto di proprietà, che si realizza con l'esercizio dell'opzione call. In questo caso il valore marginale del bene non è relativo o nullo come nel caso del leasing di puro godimento ma è apprezzabile cosicché l'ipotesi di trasferimento del bene all'utilizzatore non costituisce un'eventualità accessoria o marginale ma rientra tra le caratteristiche naturali dal contratto.

Il contratto di leasing traslativo dunque soggiace alla disciplina della vendita con riserva di proprietà con conseguenze giuridiche differenti nel caso in cui si verifichi una risoluzione giudiziale del contratto di leasing. Esso è pertanto soggetto, in sede di risoluzione per inadempimento dell'utilizzatore, alla retroattività dell'effetto risolutivo⁴⁹ onde ciascuna delle parti ottenga la restituzione di quanto prestato in base al contratto.

⁴⁸ Cfr. A. Carretta, *Manuale del Leasing*.

⁴⁹ Art 1458 comma primo, Codice Civile.

3.1.5 I Bond di distretto

Tale strumento di finanza alternativa, sperimentato in Italia soltanto negli ultimi sei mesi, si propone come una delle possibili diversificazioni delle fonti di finanziamento per le PMI. Il *bond* di distretto è una cartolarizzazione dei crediti vantati dalle banche nei confronti delle imprese di un distretto o una certa area geografica che vengono ceduti pro-soluto ad una società veicolo⁵⁰.

Dalla cessione del credito nasce un'obbligazione, la quale viene posta sui mercati ed il cui ricavato è utilizzato per pagare la banca cedente, la quale a sua volta fornirà alle proprie imprese finanziamenti a tassi convenienti. Il *bond* di distretto, quindi, può "servire a catturare risorse finanziarie a basso costo, a spostare nel lungo periodo l'indebitamento delle imprese" e, al tempo stesso, avere la possibilità di ottenere credito senza dare garanzie reali.

Questo strumento, proposto nella Finanziaria 2006, nasce dalla necessità di dare vita a un nuovo sistema di reperimento di risorse costruito ad hoc per i distretti industriali. Proprio a causa delle potenzialità di sviluppo racchiuse in tali grappoli produttivi sono state introdotte, a vantaggio dei distretti, agevolazioni fiscali (grazie alle quali è stata loro riconosciuta la personalità giuridica e di conseguenza la tassazione di distretto) e di tipo finanziario, permettendo ai distretti di costituire fondi di garanzia.

Tale scenario genera vantaggi non solo per le imprese ma anche per le banche, che potranno infatti incrementare i rapporti con le società, gestendo meglio il rischio e incrementando la propria quota di mercato. Le aziende associate, oltre ad avere un miglior accesso al credito, avranno maggiori possibilità di ottenere finanziamenti chirografari di medio-lungo termine e una diminuzione degli oneri finanziari.

Infine, anche il mercato dei capitali apprezzerà lo sviluppo dei *bond* di distretto che genereranno maggiore liquidità, si configureranno come titoli remunerativi e costituiranno migliori occasioni di diversificazione di portafoglio.

3.2 Accenni ad altri strumenti innovativi di debito

3.2.1 Il Project Finance

Nella sua essenza, il *project financing* è una tecnica complessa di gestione dei rischi legati a un progetto imprenditoriale, e contemporaneamente di finanziamento dello stesso; complesso in quanto che implica la partecipazione di una serie di controparti, la stipula di una serie di contratti, nonché un impegno protratto negli anni dei soggetti coinvolti.

La finanza di progetto guadagna nuovi spazi tra le forme di finanziamento delle infrastrutture. L'interesse rinnovato per il *project financing* deriva dall'evoluzione delle norme intervenute di recente a regolare tale fattispecie⁵¹, che registra nel corso dell'ultimo anno tassi di incremento assai vistosi.

Un'autostrada capace di attrarre traffico sufficiente a garantirne la redditività; un museo costruito e gestito con i proventi che derivano dalla vendita dei biglietti di ingresso e dall'attività di *merchandising*; una centrale elettrica che si ripaga con la vendita dell'energia da essa stessa prodotta. Esempi diversi

⁵⁰ Cfr. M. De Nuzzo, *Bond di distretto, opportunità reciproca per banche e PMI*.

⁵¹ Legge Merloni-quater, 443/2001 e 166/2002.

ma tutti caratterizzati da un rapporto diretto tra il finanziamento di una infrastruttura, la sua realizzazione e il suo sfruttamento commerciale.⁵²

È questo il concetto alla base della finanza di progetto, un metodo di finanziamento di iniziative ingenti e di infrastrutture, che, originato negli ordinamenti anglosassoni, sta conoscendo rapida affermazione in molti Paesi.

L'utilizzo di questo strumento di finanziamento consente di raggiungere due risultati:

- le Pubbliche Amministrazioni sono sollevate, in tutto o in parte, dagli oneri relativi al finanziamento di un'opera infrastrutturale, focalizzando la relativa attività sugli aspetti regolatori (qualità del servizio, modalità di erogazione, ed eventualmente livelli tariffari);
- la gestione dell'opera viene affidata al settore privato, incentivando il livello di efficienza ed assicurando la piena utilizzazione commerciale.⁵³

Pertanto la finanza di progetto nasce come tecnica finanziaria volta a rendere possibile il finanziamento di un progetto sulla base della autonoma valenza tecnico-economica di quest'ultimo, piuttosto che sulla capacità di indebitamento dei soggetti promotori dell'iniziativa.

Si tratta, dunque, di una tecnica di finanziamento che ha come principale punto di riferimento il progetto. È quest'ultimo che deve generare nel tempo flussi di cassa sufficienti a ripagare il debito contratto per il finanziamento dell'infrastruttura ed a remunerare adeguatamente il capitale azionario coinvolto.

Tutto ciò ha precise implicazioni da un punto di vista organizzativo e contrattuale. Il finanziamento va a beneficio di una "società di progetto"⁵⁴ all'uopo costituita da un insieme più o meno ampio di soggetti economici, la cui esclusiva finalità è la realizzazione e la gestione di un progetto che altrimenti non sarebbe attuabile da parte di alcuno poiché troppo rischioso o impegnativo finanziariamente.

Il raggiungimento di tale obiettivo dipende comunque dal rispetto di alcuni vincoli intermedi imprescindibili: quello tecnico-operativo, che consiste nel completamento dell'opera nei tempi e con le specifiche qualitative previste; di tipo economico, ovvero la massimizzazione del divario fra i ricavi e i costi collegati al progetto e di tipo finanziario, legate al mantenimento dell'equilibrio finanziario, al controllo di entrate ed uscite.

Le caratteristiche di fondo di un'operazione di Project Finance possono essere così sintetizzate: separazione economica e giuridica fra il patrimonio di coloro che promuovono l'iniziativa ed il patrimonio della società di progetto; con la conseguente separazione dei flussi generati dal progetto da quelli relativi alle altre attività del promotore. Il duplice risultato è che, in caso di fallimento del progetto, il finanziatore non potrà rivalersi su beni del promotore diversi da quelli di proprietà della società di progetto e, simmetricamente, in caso di fallimento del promotore la società di progetto continuerà ad esistere perseguendo le proprie finalità. Inoltre, la costituzione di una SPV consente agli enti finanziatori l'applicazione di formule di controllo molto stringenti e l'imposizione di vincoli contrattuali e societari necessari alla strutturazione di un'operazione di finanza di progetto.

I finanziatori e gli investitori valutano il progetto solo in funzione della capacità ad esso associata di generare flussi di cassa sufficienti alla copertura del debito e alla remunerazione del capitale.

⁵² Cfr. M. Pompella, *Il Project Finance guadagna terreno*.

⁵³ W.P., *Project Finance: Elementi introduttivi*, Comitato Interministeriale programmazione economica.

⁵⁴ Cfr. SPV, *Special Purpose Vehicle o Project Company*.

In altre parole, diversamente da quanto accade nella prassi dei finanziamenti *corporate*, ciò che viene valutato è il merito del progetto, e non del soggetto proponente.⁵⁵

Infine, perché possa parlarsi di *project finance*, occorre che l'operazione sia strutturata in due fasi distinte, ancorché contigue, ossia una di costruzione e una di gestione dell'opera realizzata.

La società di progetto rappresenta⁵⁶ un elemento cruciale nella definizione della struttura dell'operazione.

La natura giuridica del soggetto in questione, spesso in grado di realizzare e gestire l'opera autonomamente, definisce la categoria di operazione posta in essere; si parla infatti di *project finance* privato, pubblico, o misto, a seconda che al capitale del veicolo partecipino esclusivamente privati, enti pubblici, o entrambe le categorie di soggetti, anche se sono da ritenersi riconducibili al *project financing*, in senso stretto, solo la prima e la terza fattispecie.

Oltre al committente (un soggetto pubblico o privato) e alle società impegnate nella costruzione, possono partecipare nel capitale dell'SPV banche, associazioni di utenti, fornitori, o altri soggetti a qualsiasi titolo interessati alla realizzazione. La Società di Progetto esegue solitamente in proprio i lavori (o appalta a terzi se non possiede tutti i requisiti per costruire), e gestisce l'opera a tempo indeterminato o per il periodo della eventuale concessione. La titolarità dei ricavi che provengono dalla vendita dei beni e servizi prodotti a termine può essere sottratta all'SPV nel caso in cui sia prevista la presenza di un «trust», cioè di una «fiduciaria» (di norma una delle banche *managers*), il cui ruolo consiste nell'evitare che i flussi in entrata siano distratti dalla loro prima funzione, cioè provvedere ai rimborsi. Essa è garante del buon fine dei rapporti di prestito, poiché provvede in prima persona al servizio del debito, per poi destinare all'SPV l'eventuale residuo. Nella prassi la funzione è assicurata semplicemente facendo transitare i flussi su un conto con vincolo di destinazione.

3.2.2 Il Leveraged Buy Out

Un'operazione di *leveraged buy out* è un'attività di matrice tipicamente anglosassone, che permette di acquisire il controllo di una società utilizzando ampiamente la leva dell'indebitamento.

Nel suo schema base tale operazione prevede la costituzione, da parte di una società holding, di una *newco*⁵⁷ che si indebita per acquisire gli *asset* o le azioni di una società bersaglio (*target company*).

All'acquisizione segue in genere la fusione tra la *newco* e la *target* che può assumere la forma di un'incorporazione nel caso sia la *newco* (controllante) ad assorbire la società *target* ovvero di una fusione inversa (cosiddetto *reverse merger*) se è la *target* (controllata) a incorporare la *newco*. Non può tuttavia escludersi che a seguito dell'acquisizione la nuova società decida di rivendere i singoli cespiti della *target* maggiorandone il prezzo. Nel *leveraged buy-out*, quindi, le acquisizioni vengono realizzate solo in minima parte con capitali propri ma si ricorre per la maggior parte a capitale di debito fornito da finanziatori esterni alla *newco* stessa.

La *newco* è anche definita comunemente *shell company*, terminologia che indica una società vuota, priva di *asset*, costituita ad hoc e dotata di risorse finanziarie minime che non permetterebbero né di rea-

⁵⁵ Cfr. V. Capizzi, S. Gatti, W.P., *Project Finance: financial planning e risk management*.

⁵⁶ Cfr. legge 11/2/1994, n. 109.

⁵⁷ Newco: società costituita ad hoc (new company).

lizzare in proprio l'acquisizione della target né di prestare le garanzie richieste per ottenere i finanziamenti necessari all'acquisto. Sono in genere le banche i principali finanziatori della *newco*, la quale offre a garanzia del debito il patrimonio della target ovvero la capacità della stessa di produrre reddito.⁵⁸ In sostanza si può prevedere che alle banche finanziatrici siano assegnate in garanzia le azioni o i beni della target. La società risultante dalla fusione si ritrova titolare dei rapporti giuridici relativi alla *newco* e alla target e conseguentemente dei debiti verso le banche assunti per l'acquisizione.

Tra le varianti più comuni del *LBO* si segnalano il *management buy-out*, *buy-in* e il *family buy-out*.

Nel primo caso sono gli stessi dirigenti ad acquisire il controllo dell'impresa dai soci mentre nel *management buy-out* la società è acquisita da manager esterni alla società. Nel *family buy-out* la società target è acquistata dagli stessi familiari dell'imprenditore. In tal modo il controllo della società viene mantenuto in ambito familiare permettendo il mantenimento del controllo a soggetti che non disponendo dei mezzi finanziari necessari ricorrono alla leva finanziaria.

Infine, l'*LBO* poteva essere considerato, fino al 2003, un'operazione con un forte appeal fiscale dovuto alla deducibilità degli interessi passivi sul finanziamento contratto per l'acquisizione. Questo appeal tuttavia è stato fortemente ridotto a causa delle riforme fiscali, che non prevedono più tale vantaggio.⁵⁹ Della liceità dell'operazione di *LBO* si è spesso dubitato in passato poiché la si è ritenuta un'operazione che aggirava i divieti di accordare prestiti⁶⁰ e i limiti all'acquisto di azioni proprie⁶¹. Così la Corte di cassazione aveva avuto modo di affermare⁶² che si trattava di operazione non importabile in Italia per il divieto sancito dall'art. 2358 c.c. secondo il quale la società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie.

È soltanto dal 2001⁶³ che si è presa in considerazione l'ipotesi di regolamentare questo tipo di operazione demandando al legislatore la delega di prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie.

La riforma del diritto societario⁶⁴, con l'introduzione del nuovo art. 2501-bis c.c. (Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento), ha previsto una disciplina ad hoc che va a regolamentare l'operazione di merger *LBO*. In particolare l'art. 2501-bis si applica a quelle fusioni in cui una delle due società si sia indebitata per acquisire il controllo dell'altra, il cui patrimonio per effetto della fusione costituisce garanzia generica o fonte di rimborso del finanziamento.

Al progetto deve essere inoltre allegata la relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente. La relazione dell'organo amministrativo⁶⁵ deve invece specificare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. La ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione deve essere attestata nella relazione degli esperti.

⁵⁸ «ItaliaOggi Sette», 20 giugno 2005.

⁵⁹ Cfr. D.lgs 12 dicembre 2003, n. 344.

⁶⁰ Cfr. Art. 2358 codice civile.

⁶¹ Cfr. Art. 2357 codice civile.

⁶² Cfr. sentenza 5503/2000.

⁶³ Cfr. Legge 3 ottobre 2001, n. 366 recante la delega per la riforma del diritto societario.

⁶⁴ Cfr. Dlgs 17 gennaio 2003, n. 6.

⁶⁵ Art. 2501-quinquies.

3.3 Formule di copertura

3.3.1 Il rifinanziamento del debito

La struttura del passivo, in termini di composizione del debito, articolazione per scadenze degli obblighi di rimborso e *duration*, può talvolta presentare criticità o opportunità ad una sua ridefinizione.

L'indebitamento finanziario d'impresa è aspetto molto rilevante non solo in termini quantitativi e di rapporto D/E, ma anche sotto il profilo del mix di fonti impiegate e delle condizioni di pagamento ed estinzione delle passività maturate che sono state negoziate con i finanziatori.

Un costante riferimento ad i tassi di mercato è fondamentale per valutare l'eventuale convenienza di una revisione della posizione finanziaria d'impresa e di un rifinanziamento della stessa.

Molteplici sono a tal proposito le variabili da monitorare prima di intraprendere la via di una rinegoziazione, talora non semplice, dei finanziamenti ottenuti sia in termini di strumenti impiegati, sia di scadenze concordate per il rimborso.

Le operazioni di rifinanziamento del debito possono essere decise in funzione di due principali problematiche. La prima riguarda il potenziale squilibrio della struttura delle scadenze tra disponibilità monetarie dell'impresa e uscite di cassa previste.

Talvolta in azienda si percepisce una sofferenza a livello di circolante: una non conveniente politica di gestione delle dilazioni di pagamento nei confronti di fornitori e clienti commerciali può generare un ammontare di circolante eccessivo, al punto da richiedere che la gestione corrente dell'impresa sia supportata da modalità di finanziamento onerose. È questo un problema di non poco rilievo, soprattutto se prolungato nel tempo. Infatti, se l'eccessivo incremento del circolante genera la necessità di ricorrere al finanziamento di terzi per sostenere l'attività caratteristica di azienda può rendersi difficile la definizione di una struttura finanziaria sostenibile nel lungo periodo. È comunque da segnalare che motivi di squilibrio tra entrate e uscite possono derivare anche da aree diverse dalla gestione caratteristica corrente, manifestandone a livello della stessa gestione finanziaria.

La seconda motivazione è correlata all'osservazione dell'andamento dei tassi d'interesse sui mercati finanziari. L'attenzione in questo senso deve essere posta sullo *spread* tra il tasso del debito contrattualmente negoziato e il tasso di interesse vigente sul mercato. È importante dunque analizzare ex ante le aspettative sui tassi futuri al momento della stipulazione del contratto di debito e continuare a monitorare l'evolversi delle condizioni di mercato, al fine di poter cogliere le opportunità che il mercato stesso può offrire.

Un'ulteriore modalità assai efficace al fine di coprire i rischi legati alle variazioni dei tassi d'interesse può essere il ricorso a strumenti di finanza strutturata ed in particolare all'utilizzo di strumenti derivati.

3.3.2 Il Collar

Come affermato nel paragrafo precedente, un altro metodo assai utile per coprirsi da possibili oscillazioni dei tassi di interesse potrebbe essere l'utilizzo di strumenti derivati come ad esempio l'*interest rate cap* e l'*interest rate floor*. Combinando questi due tipi di strumenti è possibile costruire una posizione capace di fissare un tetto massimo alla variazioni dei tassi cui è esposta l'impresa; tale composizione prende il nome di *collar*⁶⁶.

⁶⁶ Cfr F. Modigliani, *Mercati finanziari*, Il Mulino, 1995.

Il *cap* è un contratto stipulato per tutelarsi da un rialzo del tasso variabile di un finanziamento che superi un determinato livello prestabilito. Il contratto consente all'acquirente (*buyer*), a fronte del pagamento di un premio, di ricevere dal venditore (*writer*) a scadenze stabilite un importo pari al capitale convenzionale moltiplicato per la differenza tra il tasso di riferimento e il tasso fisso concordato, tra il *buyer* e il *writer* alla stipula del contratto, qualora il tasso di riferimento dovesse essere superiore al tasso concordato che rappresenta quindi per l'acquirente il costo massimo del finanziamento.⁶⁷ Da parte sua il venditore conseguirà un guadagno dalla vendita del *cap* se il premio ricevuto risulterà inferiore all'importo versato al *buyer* in conseguenza della variazione del tasso oltre la soglia massima concordata. Il *writer* è quindi esposto al rischio di una perdita potenzialmente illimitata laddove il guadagno è rappresentato, in tutto o in parte, a seconda che il tasso iniziale sia rimasto invariato o sia salito, dal premio incassato dal compratore.

Se il *cap* è stipulato per tutelare l'acquirente da un eccessivo rialzo dei tassi di interesse, opposta è la ragione che motiva la sottoscrizione di un contratto *floor*. Con l'*interest rate floor* il venditore, a fronte del pagamento di un premio, si impegna a corrispondere alla controparte a scadenze predefinite una somma pari al capitale nominale moltiplicato per la differenza tra il tasso fisso contrattualmente previsto e il tasso variabile di riferimento qualora il tasso di riferimento dovesse essere inferiore al tasso concordato.

Attraverso un *interest floor* si intende quindi tutelarsi contro improvvise discese dei tassi attivi sui finanziamenti. La funzione del *floor* è quindi la tutela contro eventuali e brusche diminuzioni dei tassi di interesse attivi su investimenti a tasso variabile.⁶⁸

Specularmente a quanto avviene nell'*interest rate cap*, il venditore del *floor* si troverà a conseguire un guadagno dalla vendita del contratto se la somma pagata è inferiore al premio ricevuto. Di conseguenza il suo massimo guadagno coincide con l'ammontare del premio e la sua perdita massima corrisponde a un tasso di riferimento pari allo zero.

Dalla combinazione tra il *cap* e il *floor* si origina il contratto di *collar*. Più specificamente nell'*Interest rate collar* una parte diviene al coltempo venditore di un *cap* e acquirente di un *floor* o viceversa. Viene quindi fissato un tasso soglia massimo e minimo, rispetto al tasso di riferimento variabile. In tal modo si ha la possibilità di pagare un tasso variabile la volatilità è contenuta entro i limiti di una banda di oscillazione i cui confini sono costituiti dal *cap* (verso l'alto) e dal *floor* (verso il basso).

CONCLUSIONI

(di S. Bonini, L. Gori)

Il ricorso al debito quale fonte di finanziamento per l'attività ordinaria e straordinaria di impresa si presenta endemico e strutturale nell'imprenditoria italiana, soprattutto al fine di sostenere le dinamiche di crescita imposte dalle pressioni competitive nazionali ed estere.

In tale scenario estrema rilevanza strategica è ricoperta dal rapporto esistente tra le banche, erogatrici di fondi, e le aziende. Una comunicazione non sempre semplice ed in fase di profondo cambiamento, soprattutto alla luce delle riforme introdotte dal Nuovo Accordo sul capitale Basilea 2.

La trasformazione evolve ad una ridefinizione maggiormente oggettiva e misurabile del merito di credito dei prenditori, valutazione che non esclude tuttavia aspetti qualitativi e che trova momenti di comunicazione nell'elaborazione e presentazione di documenti di pianificazione aziendale di medio periodo, in grado di consentire ai potenziali finanziatori una lettura delle capacità competitive della sostenibilità nel tempo dell'operatività d'impresa.

La possibilità di effettuare tali considerazioni favorisce il reperimento delle risorse da parte delle società ed in ultima analisi ne incrementa le possibilità di sopravvivenza nel mutevole contesto attuale.

Si assiste inoltre al continuo sviluppo di nuovi strumenti di finanziamento, creati dagli istituti di credito e dall'ingegneria finanziaria per rispondere alle nuove esigenze di supporto della crescita qualitativa e dimensionale del tessuto produttivo italiano.

⁶⁷ Cfr. «ItaliaOggi Sette», 24 Gennaio 2005.

⁶⁸ Cfr. J. Hull, *Opzioni, futures e altri derivati*, 2004.

BIBLIOGRAFIA

- *Disegno di legge N.1267, 20 Marzo 2002*
- *Forum Internazionalizzazione 2006*. Atti del convegno ABI, 2006
- *Internazionalizzazione e servizi finanziari per le imprese*, ABI 2006
- Alworth J. e Arachi G. (2001), *The effect of Taxes in Corporate Financing Decisions: Evidence from Panel of Italian Firms*, in «International Tax and Public Finance», n. 8, pp. 353-376.
- Baker M. e Wurgler J., (2002), *Market Timing and Capital Structure*, in «Journal of Finance», Feb.2002
- Bontempi M.E. (2002), *The dynamic specification of the modified pecking order theory: Its relevance to Italy*, in «Empirical Economics», n.27, pp.1-22.
- Brugger G., *L'analisi delle strategie di creazione di valore delle imprese*, ItaliaOggi, 1994
- Cafferata R., *I consorzi di garanzia collettiva dei fidi diffusione, limiti e potenzialità di una forma di associazionismo tra piccole e medie imprese*
- Capitanio G., *Sviluppi e prospettive dei consorzi di garanzia collettiva fidi*
- Capizzi V., Gatti S., W.P. *Project Finance: financial planning e risk management*
- Carretta A., *Manuale del Leasing*
- Comitato Interministeriale programmazione economica, W.P. *Project Finance: Elementi introduttivi*
- Conca V., *Le acquisizioni*, Egea, 2001
- Copeland E.T. e Weston J.F., *Teoria della Finanza e Politiche d'Impresa*, Egea, 1994
- Dallochio M., *Finanza d'Azienda*, Egea, 1995
- Damodaran, *Finanza Aziendale*, Apogeo, 1999
- De Angelo H. e Masulis R. (1980), *Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation*, in «Journal of Financial Economics», n. 8, pp.3-29.
- Dessy A. (2000), *Sistema fiscale e leverage aziendale: esperienze a confronto*, Egea, 2000
- Di Majo A., Paziienza x., Triberti, M.G., *Le scelte di finanziamento delle imprese minori*, Disefin, 2005
- Fabbri A. (1999), *Principali implicazioni della pecking order theory: una verifica empirica*, Banca Commerciale Italiana Collana Ricerche R99-5, Milano, Banca Commerciale Italiana.
- Fama E.F. e Miller M.H. (1972), *The Theory of Finance*, New York, Holt, Rinehart e Winston.
- Fama E.F., 1998, *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, in «Journal of Financial Economics», 49, 283-306.
- Fama E.F. e K.R. French (2000), *Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt*, working paper, University of Chicago
- Gavana G., Majocchi A. e Marenzi A. (2001), *Gli effetti della riforma fiscale sui bilanci delle imprese manifatturiere*, in «Economia Pubblica», n. 2, pp. 65-96
- Gorbani R., *Il Mezzanine Finance*, Apogeo, 200
- Harris M. e Raviv A. (1991), *The Theory of Capital Structure*, in «Journal of Finance», n. 46, pp. 297-355.
- Hull J., *Opzioni, futures e altri derivati*, Pearson Educaton Italia, 2004
- *Il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale: conseguenze sulle attività di Consorzi di Garanzia e fidi*
- Jensen M.C. (1986), *Agency Costs of Free-Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, in «American Economic Review», n. 76, pp. 323-329.
- Jensen M.C. e Meckling, W.H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, in «Journal of Financial Economics», n. 3, pp. 305-360
- John K. e Williams J. (1985), *Dividend, Dilution, and Taxes: Signalling Equilibrium*, in «Journal of Finance», n. 40, pp. 1053-1070
- Leonelli M., *Ma cos'è questo rating*, «Il Sole 24 Ore»
- Lepido D., *Sistema crediti più efficiente*, «Il Sole 24 ore»
- Liesz J.T.,(2002), *Why pecking order theory should be included in introductory finance courses*, working paper, Mesa State School of Business
- Mackie-Mason J.K. (1990), *Do Taxes affect Corporate Financing Decisions?*, in «Journal of Finance», n. 45, pp. 1471-1493
- Modigliani F., Miller M., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, 1958
- Modigliani F., Miller M., (1958), *The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment*, «American Economic Review», 48, pp. 655-669
- Murray, Z.F., Vidhan K. Goyal,(2002), *Testing the pecking order theory of capital structure*, in «Journal of Financial Economics», Jen. 2002
- Myers S.C. (1984), *The Capital Structure Puzzle*, in «Journal of Finance», n. 39, pp. 575- 592
- Myers S.C. e Majluf, N. (1984), *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information Investors do not have*, in «Journal of Financial Economics», n.13, pp. 187-221
- Oltremare P., *Il ruolo dei consorzi di garanzia collettiva fidi nel finanziamento delle piccole e medie imprese*
- Orian M., *Banche italiane e internazionalizzazione, 2006*
- Panetta F., *Il sistema bancario italiano negli anni novanta. Gli effetti di una trasformazione*
- Plutino G., *Istruzioni per l'imprenditore in cerca di crediti*, «Il Sole 24 Ore»
- Pompella M., *Il Project Finance guadagna terreno*
- Rajan R.G., Zingales L. (1995), *What Do We Know about Capital Structure? Some evidence from International Data*, in «Journal of Finance», n. 50, pp. 1421-1460
- Rivista Basilea 2: *Verso un nuovo rapporto tra banca e impresa*
- Ross A.S.,Westerfield R.W, Jaffe J.F., *Finanza Aziendale*, Il Mulino, 1996
- Sironi A., *Rischio e valore nelle Banche*
- Staderini A. (2001), *Tax reforms to influence corporate financial policy: the case of the Italian business tax reform of 1997-98*, Temi di Discussione n. 423, Roma, Banca d'Italia
- Titman S., Wessels R. (1988), *The Determinant of Capital Structure Choice*, in «Journal of Finance», n. 43, pp. 1-192
- Warner, J. (1977), *Bankruptcy Costs: Some Evidence*, in «Journal of Finance», n. 32
- www.bancaditalia.it



CONFINDUSTRIA
Giovani Imprenditori

PARTE II

IL CAPITALE DI RISCHIO E I MERCATI

A cura di
Maurizio Dallochio
Alberto Dell'Acqua

CAPITOLO 1. IL MERCATO DEL *PRIVATE EQUITY* E DEL *VENTURE CAPITAL* (di Dallochio M.)

1.1 Private equity e Venture capital: aspetti definitori

L'obiettivo di questo capitolo è quello analizzare il grado di sviluppo che le attività di *private equity* e *venture capital* hanno raggiunto nel contesto nazionale ed europeo. Prima di entrare nel merito dell'analisi, si rende tuttavia necessario soffermarsi su alcune questioni terminologiche. Ciò che emerge è, infatti, la mancanza di una definizione universalmente valida dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio. In altre parole, a seconda del contesto imprenditoriale, delle caratteristiche specifiche del paese di riferimento, del livello di sviluppo raggiunto, delle variabili legali e legislative, sono individuabili differenti sfumature nelle definizioni proposte nelle analisi di mercato e nelle ricerche empiriche.

Secondo la prassi più diffusa negli USA, l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio viene definita nella sua globalità *attività di private equity*. Al suo interno si distinguono, sulla base della tipologia dell'operatore che le pone in essere, le operazioni di *venture capital* e di *buy out*. Con riferimento all'attività svolta dagli operatori di *venture capital*, vengono individuate due sottoclassi che identificano, a loro volta, numerose tipologie di investimenti. Si definisce, infatti, *early stage financing* il finanziamento delle imprese nei primi stadi di vita, mentre si fa riferimento all'*expansion financing* per indicare gli interventi effettuati nei confronti di imprese già sviluppate e mature che hanno bisogno di risorse per supportare e consolidare la crescita.

In Europa si è invece soliti parlare di *venture capital* per indicare gli interventi effettuati nella fase di avvio delle imprese e di *private equity* per far riferimento alle operazioni realizzate nelle fasi del ciclo di vita successive a quella iniziale.

In Italia, solo recentemente l'AIFI (Associazione nazionale degli investitori nel capitale di rischio) ha definito l'attività di *private equity* come "attività di investimento nel capitale di rischio di imprese non quotate con l'obiettivo della valorizzazione dell'impresa oggetto di investimento ai fini della sua dismissione entro un periodo di medio lungo termine". Così facendo l'AIFI ha ricompreso il *venture capital* nella definizione generale di *private equity*, chiarendo che esso non costituisce un'attività diversa e distinta, bensì una particolare attività volta al finanziamento dell'impresa nelle prime fasi del suo ciclo di vita.

Gli operatori attivi nel mercato del *private equity* sono genericamente definiti "*venture capitalist*", anche se recentemente si fa sempre più ricorso all'espressione "*private equity investors*" per indicare coloro che si focalizzano sugli interventi nelle fasi avanzate del ciclo di vita delle imprese.

È opportuno specificare che l'intervento dell'investitore istituzionale non si esaurisce nella messa a disposizione di capitale di rischio, ma si estende anche al trasferimento del *know how* manageriale necessario per il raggiungimento degli obiettivi di crescita e di sviluppo, all'eventuale supporto delle operazioni di crescita esterna, grazie all'estesa rete di contatti e collaborazioni che l'investitore ha intessuto con altri imprenditori operanti in svariati settori, all'accompagnamento alla quotazione in borsa, grazie alla preziosa esperienza, fondamentale per la definizione del timing e delle procedure interne ottimali, che i *venture capitalist* vantano in questo campo. Ricerche empiriche hanno dimostrato che le imprese partecipate da investitori istituzionali si contraddistinguono per performance economiche superio-

ri rispetto alle altre realtà imprenditoriali, godono di un'immagine migliore nei confronti del mercato e di un più elevato standing creditizio nei confronti delle banche.

Appare, dunque, indiscutibile il ruolo che l'investimento in capitale di rischio, basato sulla selezione e il conseguente finanziamento di imprese a rapido tasso di crescita, ha quale promotore dello sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso.

Riassumendo e puntualizzando quanto fin ad ora emerso si può dire che il finanziamento attraverso il *private equity* si caratterizzi per:

- l'ingresso dell'investitore nel capitale di rischio dell'impresa finanziata, tramite l'acquisizione di quote azionarie o la sottoscrizione di obbligazioni convertibili, e il conseguente impatto sui processi decisionali della stessa;
- la fornitura di un contributo che va oltre il mero trasferimento di risorse finanziarie;
- un orizzonte temporale limitato. L'investitore in capitale di rischio non mira, infatti, ad ottenere il controllo definitivo dell'impresa, ma a dimettere la partecipazione acquisita entro nel medio-lungo termine, al fine di ottenere una plusvalenza atta al conseguimento del tasso di rendimento atteso.

Passando ora ad esaminare più nel dettaglio le tipologie di intervento degli investitori istituzionali nel capitale di rischio, si propone la classificazione adottata da Gervasoni e Sattin (2004) basata sulla macro-ripartizione tra le diverse esigenze strategiche dell'impresa e le problematiche ad esse riconducibili.

In tale ottica, gli interventi degli investitori istituzionali nel capitale di rischio sono raggruppabili in tre principali tipologie:

- finanziamento dell'avvio (*early stage financing*)
- finanziamento dello sviluppo (*expansion financing*)
- finanziamento del cambiamento

di cui la prima e la seconda vengono generalmente ricondotte all'attività di *venture capital*.

L'*early stage financing* ricomprende al suo interno: il *seed financing*, ovvero il finanziamento che interviene nella fase di sperimentazione, quando ancora non esiste un prodotto, ma solo un'idea o un'invenzione; lo *start-up financing* che interviene quando, essendo già stato sviluppato e testato il prodotto, si dà avvio all'attività produttiva; e infine il *first stage financing* che ha come obiettivo principale quello di testare appieno la validità commerciale e le potenzialità del prodotto/servizio in modo da poter individuare le linee dello sviluppo futuro dell'attività aziendale.

L'*expansion financing* si propone di sostenere lo sviluppo dell'azienda per vie interne, aumentando e diversificando la capacità produttiva, per vie esterne, acquisendo altre aziende o rami d'azienda, tramite integrazione verticale o orizzontale con altre imprese, al fine di sfruttare le potenziali interdipendenze realizzabili in termini di prodotti o mercati.

Infine, l'ultima macro categoria di interventi si sostanzia nel finanziamento di processi di cambiamento/ripensamento interni all'azienda che spesso si traducono in un cambiamento più o meno sostanziale dell'assetto proprietario della stessa. Rientrano in questa categoria il *replacement capital* (sostituzione di azionisti di minoranza non più interessati al prosieguo dell'attività aziendale) il *Management Buy-Out* e il *Management Buy-In* (sostituzione del gruppo di comando con un team manageriale rispettivamente interno e esterno all'azienda), il *Leveraged-Buy-Out* (acquisizione di società tramite il ricorso alla leva finanziaria) e il *turnaround financing* (ristrutturazione di imprese in crisi).

1.2 Il mercato italiano del *private equity*

Nel corso degli ultimi anni, il mercato nazionale del *private equity*, al pari di quanto è accaduto nei principali sistemi finanziari internazionali, è stato scenario di profondi cambiamenti sia dal punto di vista qualitativo, con riferimento, ad esempio, al tipo di operatori coinvolti e al loro grado di specializzazione, sia dal punto di vista quantitativo, con riferimento, ad esempio, al numero di operazioni e all'ammontare di risorse gestite.

Obiettivo di questo paragrafo è quello di soffermarsi sulle variabili che hanno inciso maggiormente sulla configurazione attuale del mercato del *private equity* in Italia, ovvero: la dinamica e le caratteristiche delle attività di raccolta, investimento, disinvestimento, la tipologia di operatori attivi sul mercato, il livello di redditività conseguito.

Con riferimento all'attività di investimento, si rileva come il numero di operazioni e di società coinvolte in interventi di *private equity* dal 1998 al 2004 abbia avuto un andamento decisamente altalenante. In effetti, dopo la forte crescita registrata alla fine degli anni '90, legata al boom del *venture capital*, si è assistito ad un deciso rallentamento per lo più riconducibile all'andamento generale dei mercati finanziari e in particolare dei segmenti tecnologici. Segnali di ripresa hanno iniziato a manifestarsi nel primo semestre del 2005. Sono state, infatti, 140 le operazioni di investimento portate a termine dagli operatori di *private equity* e *venture capital* attivi in Italia in questo periodo, con un aumento del 22% rispetto all'analogo periodo dell'anno scorso, quando gli investimenti erano stati 115.

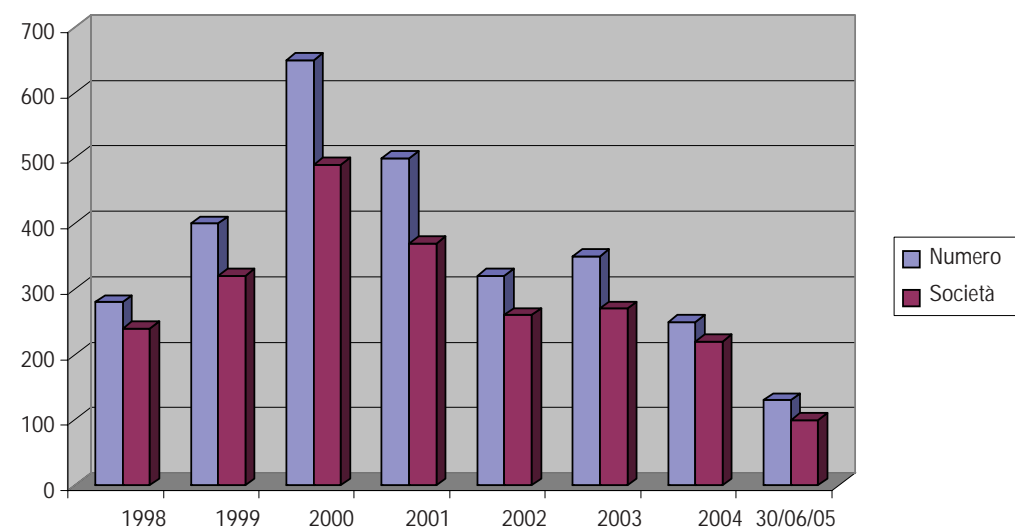


Figura 1. Evoluzione del numero di operazioni e di società coinvolte in operazioni di *private equity* (Fonte: dati AIFI 2006)

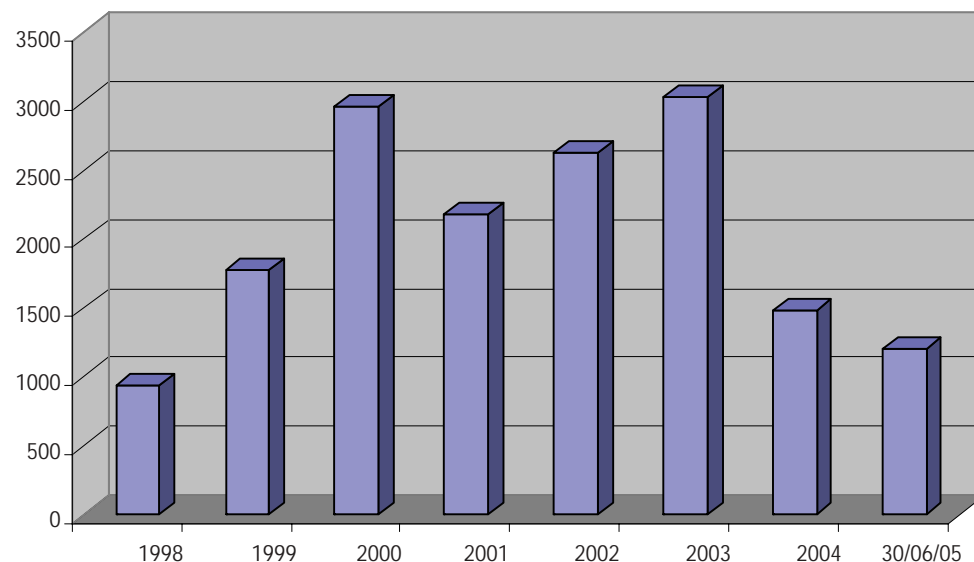


Figura 2. Evoluzione dell'ammontare degli investimenti effettuati (dati in milioni di euro)
(Fonte: dati AIFI 2006)

Segnali di ripresa emergono anche sul fronte dell'ammontare di risorse investite. Nel primo semestre del 2005 sono state portate a termine operazioni per un controvalore complessivo di oltre 1,2 miliardi di euro, un ammontare che ha permesso all'Italia di sopravanzare Spagna (788 milioni) e Germania (761 milioni), ma che è ancora esiguo se confrontato con quello della Francia e (3,4 miliardi) e della Gran Bretagna.

L'effervescenza che ha contraddistinto il mercato del *private equity* nel primo semestre del 2005 sembra aver caratterizzato anche la seconda parte dell'anno. Secondo Giampio Bracchi, presidente dell'AIFI, è abbastanza verosimile aspettarsi per il *private equity* italiano un volume complessivo attorno ai 2,5 miliardi nell'intero 2005. Sarebbe così cancellata con un colpo di spugna l'annata sotto tono vissuta nel 2004 e il settore sarebbe riportato ai livelli di eccellenza raggiunti nel 2003, quando per la prima volta nella storia del *private equity* italiano sono stati superati i 3 miliardi. Secondo l'ultima indagine dell'AIFI, condotta fra gli investitori di *private equity* e *venture capital* italiani, la fase di espansione sembra destinata a protrarsi anche nel 2006. È emerso, infatti, che il 59% degli intervistati si attende un ulteriore incremento delle operazioni portate a termine e dei volumi complessivamente investiti, il 41% prevede uno scenario di sostanziale stabilità e nessuno teme una contrazione del mercato.

Incrociando i dati tra l'ammontare degli investimenti e il numero delle operazioni, si osserva che tra il 2002 e il 2005 si è assistito quasi ad un raddoppio del controvalore di ciascuna operazione, anche se bisogna precisare che tale conclusione è inficiata dai dati del 2004 in cui il trend fatto segnalare negli anni precedenti non si è mantenuto.

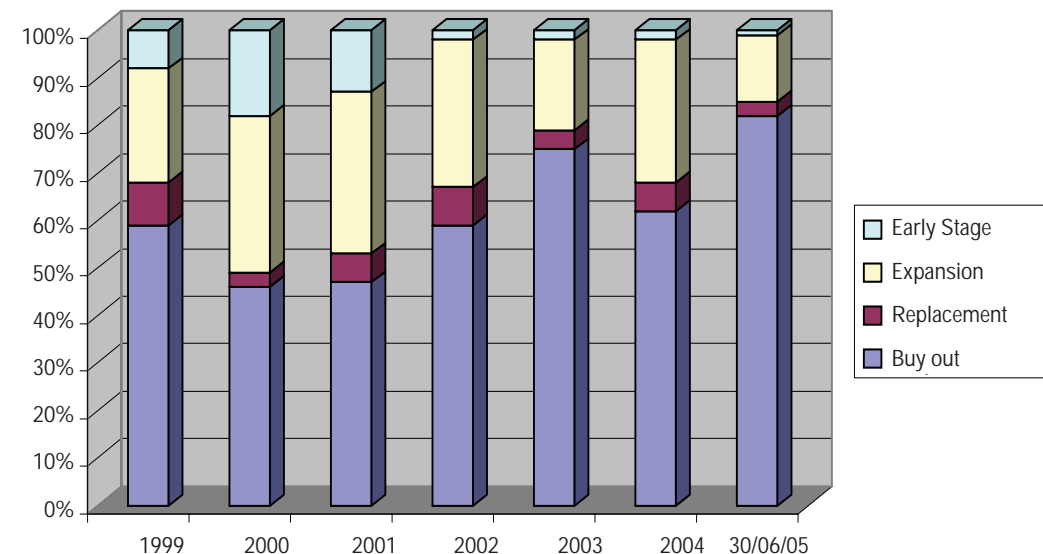


Figura 3. Distribuzione percentuale dell'ammontare degli investimenti per tipologia
(Fonte: dati AIFI 2006)

Per quanto riguarda la distribuzione degli investimenti complessivamente realizzati, la maggior parte delle risorse è confluita nelle operazioni di *buy-out* (82% del totale), seguite a grande distanza da quelle di *expansion* (14% del totale), *replacement* (3%) e *early stage* (1%). Confrontando tale distribuzione con quella degli anni passati, emerge come sia soltanto il segmento del *buy-out* a crescere a fronte di una diminuzione di tutte le altre tipologie di investimento. In termini di numero, invece, emerge la prevalenza degli investimenti di *expansion* (51% del totale), seguiti da *buy-out* (26%), *early stage* (17%) e *replacement* (6%). Rispetto al 2004, il *buy-out* passa al secondo posto in termini di numero di operazioni effettuate, superando l'*early stage*.

Questi dati confermano la tendenza degli operatori italiani, manifestatasi a partire dal 2002, a concentrare la loro attenzione nel mercato più maturo del *private equity*, cioè le operazioni di *buy-out*, e ad investire di meno nel segmento del *venture capital* che, sebbene presenti ancora la maggioranza delle operazioni, ha attirato mediamente, nel periodo 2002-2005, soltanto il 25% delle risorse investite complessivamente nel mercato del *private equity*, contro il 40% del triennio precedente.

Occorre inoltre sottolineare un cambiamento anche all'interno de *venture capital* stesso, dove gli interventi di *early stage financing*, sia in termini di numero che di valore, hanno perso di importanza rispetto agli interventi di *expansion* che oggi sembrano essere preferiti.

Per quanto riguarda il *replacement capital* si nota che esso ha da sempre avuto un ruolo marginale sia in termini di numero di interventi che di risorse investite.

Appare, dunque, evidente che gli operatori italiani preferiscano investire nelle aziende già avviate e prediligano le fasi meno rischiose del ciclo di vita dell'impresa. Pur non essendo possibile individuare con esattezza le cause di tale comportamento, alcune spiegazioni possono essere formulate: la mancanza da parte degli operatori di competenze industriali necessarie a supportare le imprese nelle fasi di *early*

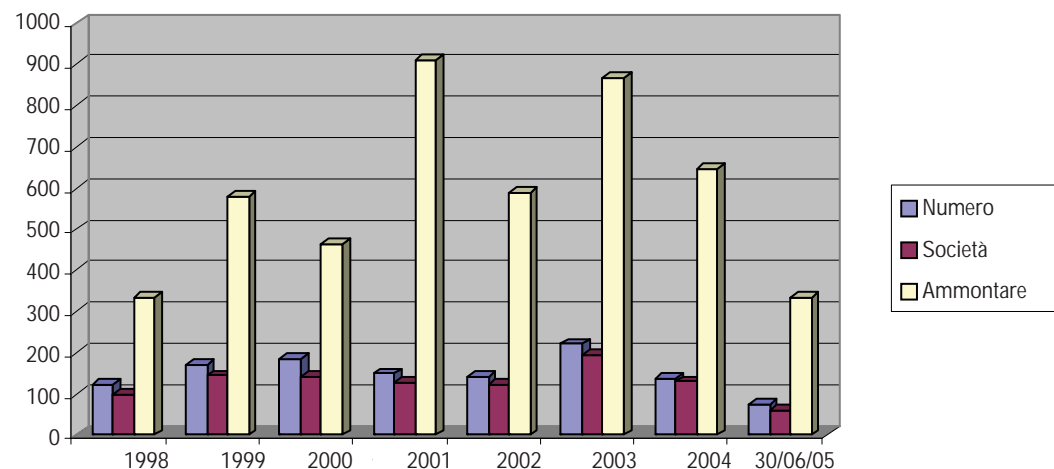


Figura 4. Evoluzione dell'attività di disinvestimento (ammontare in milioni di euro)
(Fonte: dati AIFI 2006)

stage, l'assenza di opportunità interessanti, l'ingresso sul mercato di operatori di matrice finanziaria e quindi più interessati ad operazioni su aziende più mature, l'aumento della dimensione degli investitori che rende meno conveniente la relazione con piccole imprese. A peggiorare la situazione saranno le nuove norme di Basilea 2, secondo le quali gli investimenti in *venture capital* saranno considerati alla stregua dei crediti in sofferenza. Secondo Bracchi, per ridare impulso agli investimenti in *venture capital*, che si caratterizzano per rischi superiori e rendimenti minori, sarà necessario affiancare l'intervento pubblico a quello privato come è già stato fatto con successo in Francia e in Inghilterra e come si sta cominciando a fare in Italia.

Con riferimento alla distribuzione settoriale delle imprese oggetto di investimento, i numeri evidenziano una particolare attenzione degli investitori italiani verso i comparti della distribuzione, dei beni alimentari e dei prodotti e servizi per l'industria. Risulta ancora in contrazione la percentuale relativa al numero di investimenti in imprese *high-tech*, pari, nel primo semestre del 2005, al 22% del totale contro il 27% dell'intero 2004.

Relativamente alla distribuzione geografica dell'attività, aumenta il numero di risorse investite in imprese non italiane, mentre riguardo alle aziende domestiche, viene confermata la concentrazione nel Nord della penisola (66% in numero e 73% in ammontare), si registra una leggera crescita delle operazioni realizzate nel Centro Italia (16% in numero, 17% in ammontare) e una ridotta attività nel Sud (4% in numero, 1% in ammontare).

Per quanto riguarda la politica di disinvestimento, anche in questo caso, come per gli investimenti, risulta utile commentare separatamente l'andamento del numero delle operazioni e dell'ammontare liquidato.

Il numero di disinvestimenti, tra il 1998 e il 2005, sembra essere collocato in un *range* stabile di valori, fatta eccezione per il 2003, anno in cui si è registrato un deciso aumento del numero delle operazioni. Relativamente all'ammontare liquidato, si osserva un andamento non uniforme e spesso inverso rispetto a quello degli investimenti. Inoltre, l'ammontare dei disinvestimenti è sempre mol-

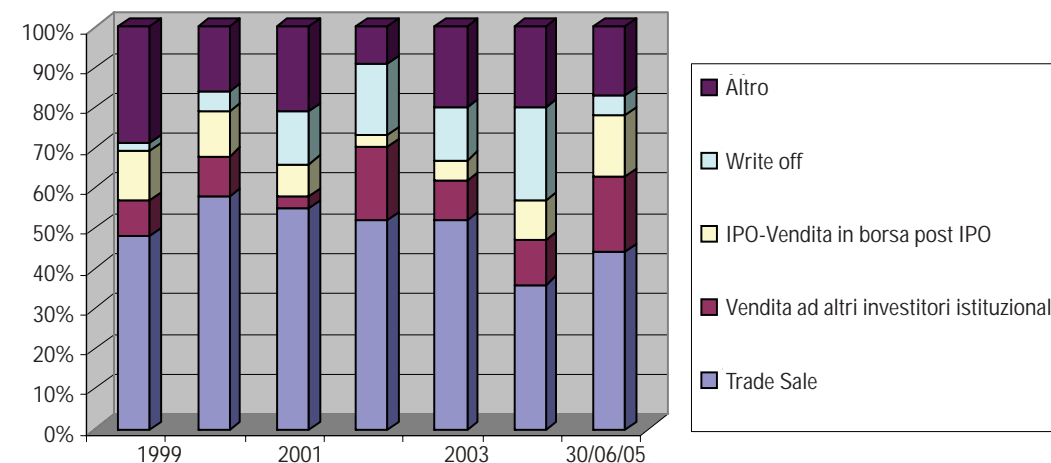


Figura 5. Distribuzione percentuale del numero dei disinvestimenti per tipologia
(Fonte: dati AIFI 2006)

to più basso di quello degli investimenti rendendo necessario, dal punto di vista gestionale, ricercare ulteriori risorse per finanziare le operazioni. Con riferimento al primo semestre del 2005 si rilevano segnali di maggiore vivacità rispetto all'analogo periodo del 2004. Le dismissioni sono state 75 (+27% rispetto alle 59 del primo semestre del 2004), per un ammontare, calcolato al costo di acquisto delle partecipazioni, di circa 333 milioni di euro (+62%).

In termini di modalità di disinvestimento utilizzate dagli operatori, emerge che il *trade sale*, ovvero la vendita della partecipazione attraverso trattativa privata con soggetti non qualificabili come investitori istituzionali, rappresenta la modalità di cessione preferita dagli operatori. Nonostante ciò, si assiste ad un significativo incremento nell'utilizzo del canale borsistico, che nel primo semestre del 2005, ha inciso per il 15% sul numero totale delle dismissioni, contro il 10% del 2004 e il 5% del 2003. In generale, l'osservazione dei dati storici mostra come la scelta del canale di disinvestimento sia influenzata dalla fase attraversata dal mercato borsistico e che, in linea di massima, il maggiore ricorso all'IPO si registri nelle fasi in cui le quotazioni si attestano a livelli più elevati. Appare infine interessante rilevare la sensibile riduzione dei casi di svalutazioni delle partecipazioni dovute alla perdita di valore delle stesse, che nel primo semestre del 2005, si sono attestati a 5% del totale in numero ed al 2% in ammontare.

Al 30 giugno 2005, il portafoglio complessivo degli investitori operanti in Italia risultava composto da circa 1.060 aziende, per un controvalore delle partecipazioni detenute, valutato al costo di acquisto, pari a circa 10,5 miliardi di euro.

Con riferimento all'evoluzione dei capitali raccolti, si osserva che, dopo aver raggiunto il picco di 2,9 miliardi di euro nel 2000, il livello della raccolta si è attestato nei tre anni successivi, ad un valore pari all'incirca ai 2 miliardi di euro. Il 2004 ha visto una riduzione significativa dell'ammontare di risorse raccolte, che è stato pari a circa 1,6 miliardi in diminuzione del 14% rispetto all'anno precedente e che si è tradotto in un conseguente abbassamento del livello delle risorse investite.

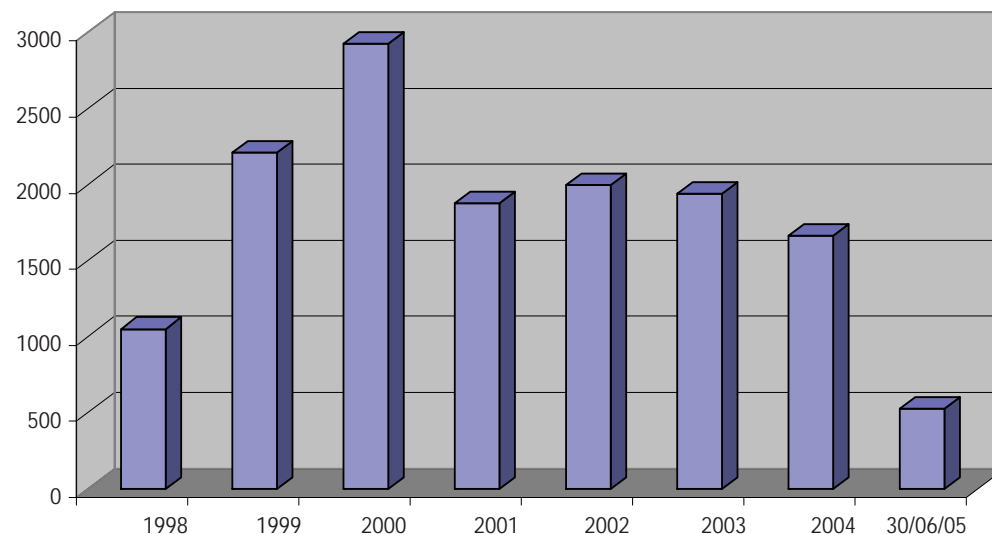


Figura 6. Evoluzione dei capitali raccolti (dati in milioni di euro)
(Fonte: dati AIFI 2006)

Con riferimento alla provenienza delle risorse, le statistiche AIFI distinguono l'apporto del mercato da quello della capogruppo e da quello dei *capital gain*.

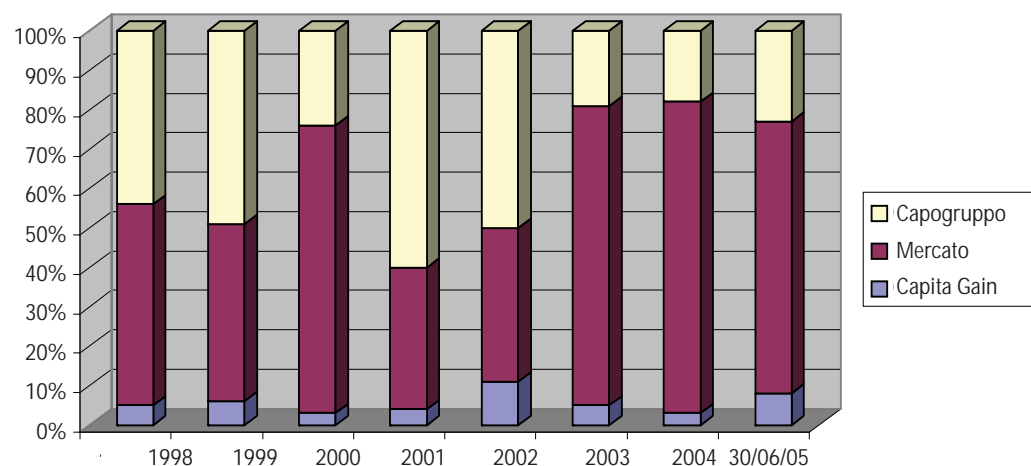


Figura 7. Evoluzione della provenienza dei capitali raccolti
(Fonte: dati AIFI 2006)

È interessante notare come a partire dal 2003 si sia assistito ad significativo aumento dell'apporto degli operatori indipendenti, che sono costretti a reperire le proprie fonti sul mercato, mentre sia diminuita l'importanza della capogruppo in termini di quota apportata. Ciò può essere interpretato come un segno della maggiore capacità di attrazione che il mercato italiano sta sviluppando nei confronti dei grandi investitori istituzionali sia italiani che internazionali.

L'analisi della raccolta dei soggetti indipendenti ci permetterà di comprendere meglio quali siano i principali soggetti interessati alle operazioni di investimento nel capitale di rischio delle imprese. Svelta senza dubbio il ruolo delle banche che rappresentano uno dei principali canali di approvvigionamento del sistema del *venture capital* e del *private equity* italiano (24% del totale dei capitali raccolti nel 2004). Seguono i fondi pensione e i fondi di fondi, con un peso sul totale raccolto pari rispettivamente al 21% e al 15% nel 2004. Sebbene si tratti di fondi principalmente a carattere internazionale stanno cominciando ad emergere anche protagonisti italiani. Crescono i segnali di interesse da parte delle società di assicurazione, mentre tende al ribasso la quota dei gruppi industriali e risulta ancora marginale il ruolo delle istituzioni pubbliche.

Per quanto riguarda la provenienza geografica delle risorse raccolte, si nota che il mercato domestico è la fonte più importante e che, nonostante la sensibile riduzione del 2004, sia tornato a fornire nel 2005 quasi il 50% del totale delle risorse raccolte. Una fetta consistente delle risorse è poi di provenienza europea. Le risorse raccolte in Europa sono, infatti, pari a circa 1/3 del totale e hanno mostrato, negli ultimi anni, una tendenza al rialzo. Ridotto e in diminuzione, è, invece, il contributo statunitense che incide per circa il 10%.

In riferimento alle caratteristiche degli operatori attivi sul mercato, i dati mostrano che, in linea con il trend che sta caratterizzando la dinamica degli investimenti, la maggior parte degli operatori presidia il comparti del *buy-out* e dell'*expansion financing*.

Tabella 1. Tipologie di operatori attivi in Italia

	2002	2003	2004
Investitori area pubblica	12	14	9
Banche e soggetti ad esse riconducibili	13	15	13
Fondi pan-europei	21	22	19
Fondi di <i>early stage</i>	11	10	7
Fondi chiusi italiani e fondi generalisti	41	47	7
Totale	89	108	97

Fonte: dati AIFI 2005

Relativamente alla tipologia di operatori, si nota, che i fondi chiusi italiani e i fondi generalisti rappresentano circa il 50% del numero totale degli operatori attivi sul mercato italiano e, a conferma di quanto sottolineato prima a proposito della raccolta, sono in consistente aumento. Tali operatori gestiscono un ammontare pari all'incirca ai 137 milioni di euro e investono principalmente nelle imprese che si trovano negli stadi più avanzati del loro ciclo di vita. La seconda categoria è rappresentata dai fondi pan-europei, che rappresentano il 20% del numero totale degli operatori, sono attivi nel segmento del *buy-*

out e mostrano una preferenza per i *mega deal*. Seguono le banche e i soggetti ad esse riconducibili che, sebbene operino in tutti i comparti del *private equity*, prediligono il *replacement* e l'*expansion financing*. Di recente tali operatori stanno mostrando una sempre più forte propensione a sostituire l'attività di investimento diretto con la costituzione di fondi chiusi con struttura indipendente. Non è un caso che circa il 50% delle SGR sia di proprietà delle banche italiane.

Gli investitori dell'area pubblica raggiungono un numero abbastanza consistente (oltre il 9% degli operatori totali) e, prefiggendosi l'obiettivo di sostenere nuove iniziative imprenditoriali e lo sviluppo di specifiche aree o settori industriali, indirizzano le loro risorse verso l'*expansion* e lo *sart-up financing*. Infine, i fondi di *early stage* rappresentano solo il 7% e sono in diminuzione rispetto agli anni precedenti, in linea con la tendenza in atto nel mercato del *private equity* italiano.

L'ultimo tassello da aggiungere per completare la nostra analisi è il riferimento alla redditività degli investimenti realizzati dagli operatori di *private equity* attivi sul mercato italiano.

La metodologia comunemente utilizzata dagli operatori per misurare la performance dei loro investimenti è rappresentata dal tasso interno di rendimento o, secondo la dizione anglosassone, *internal rate of return*.

Tabella 2. IRR annuo del settore

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
IRR	47,1%	34,2%	34,9%	17,8%	24,7%	25,1%

Fonte: dati AIFI 2005

La performance annua lorda del settore, che non considera l'impatto fiscale e delle commissioni, riferita al complesso delle operazioni disinvestite, nel 2005 è stata pari al 25,1%, in aumento rispetto al 2003 ma inferiore rispetto ai livelli raggiunti nel periodo 2000-2001.

Tabella 3. IRR annuo per tipologia di comparto

EARLY STAGE				
	2002	2003	2004	2005
IRR	191,50%	-10,60%	30,50%	-1,80%
DEVELOPMENT				
	2002	2003	2004	2005
IRR	22,80%	8,40%	-6,70%	13,90%
BUY-OUT				
	2002	2003	2004	2005
IRR	27,10%	34,60%	49,30%	37,30%
ALTRO				
	2002	2003	2004	2005
IRR	38%	-3,80%	15,30%	15,20%

Fonte: dati AIFI 2005

Analizzando il rendimento per tipologia di comparto, le principali indicazioni che emergono riguardano l'elevata variabilità dei risultati e la mancanza di un legame interno tra la redditività dei singoli comparti. Le operazioni più profittevoli nel 2004 sono state quelle di *buy-out*. Il 2004 mostra anche una ripresa della performance degli investimenti in *early stage* e *replacement financing*. Le operazioni di *development* sono state influenzate dall'incidenza dei *write-off*. In loro assenza l'IRR sarebbe stato più elevato di quello del 2003. Nel 2005 si assiste ad una contrazione delle performance da investimenti in *early stage* ed una ripresa di quelle in fase *development*.

Da ultimo risulta interessante riportare il livello di redditività associato alle diverse strategie di uscita.

Tabella 4. IRR annuo per strategia di uscita

TRADE SALE				
	2002	2003	2004	2005
IRR	32,20%	21,30%	24,30%	12,80%
IPO / VENDITA POST IPO				
	2002	2003	2004	2005
IRR	124,60%	113,20%	50,50%	45,00%
ALTRO				
	2002	2003	2004	2005
IRR	13,20%	45,28%	-	-

Fonte: dati AIFI 2005

A tale proposito si rileva che il disinvestimento tramite quotazione sul mercato borsistico sia caratterizzato da tassi di rendimento di gran lunga più elevati rispetto a quelli associati alle altre strategie di liquidazione.

1.3 Il mercato europeo del private equity

Questo paragrafo si propone l'obiettivo di allargare il campo dell'analisi finora condotta al fine di fotografare il mercato europeo del *private equity* e di confrontare il suo livello di sviluppo e i suoi aspetti peculiari con quelli del mercato italiano.

Prima di addentrarsi nell'analisi occorre precisare che il livello di sviluppo del mercato del *private equity* raggiunto nei diversi contesti nazionali è influenzato da una serie di variabili ambientali, specifiche di ogni contesto, non sempre riscontrabili o ripetibili altrove, e che per questo ogni confronto tra i diversi contesti non può prescindere dalla considerazione delle stesse e del loro impatto.

Il mercato europeo del *private equity* può essere definito come un mercato dinamico e in forte crescita ma ancora giovane e di dimensioni ridotte rispetto alle proprie potenzialità. Recentemente ha allargato i suoi confini geografici per inglobare i paesi dell'Europa dell'Est, dove le esigenze di privatizzazione di interi rami dell'economia unite ad una sempre maggiore necessità di *know how* manageriale, hanno contribuito alla nascita di un primordiale mercato del *private equity*.

Come precedentemente fatto per il mercato italiano, ci soffermeremo sulle variabili che contribuiscono maggiormente a delineare la configurazione attuale del mercato del *private equity* in Europa, ovvero: la dinamica e le caratteristiche delle attività di raccolta, investimento, disinvestimento, la tipologia di operatori attivi sul mercato, il livello di redditività conseguito.

Secondo le ultime stime pubblicate da EVCA (*European venture capital and private equity association*), il 2005 è stato un anno record per il mercato europeo del *private equity*. Ci si aspetta infatti che l'ammontare di risorse investite ecceda i 43 miliardi di euro, contro i 37 miliardi del 2004. Questo dato conferma il trend di crescita che ha caratterizzato l'andamento delle risorse investite a partire dal 2001. Infatti, dopo la forte diminuzione registrata nel 2001, legata allo scoppio della bolla Internet, l'ammontare degli investimenti è cresciuto a tassi elevati e, nel 2004 ha superato per la prima volta il picco storico di 35 miliardi raggiunto nel 2000. Confrontando i dati dei principali paesi europei con quelli dell'Italia emerge chiaramente come l'Italia ricopra un ruolo sicuramente non primario. Nonostante la ripresa del 2005, l'ammontare di risorse investite è di gran lunga inferiore a quello della Gran Bretagna (9,7 miliardi di euro stando ai dati del 2004) e della Francia (6,4 miliardi), che occupano rispettivamente il primo e il secondo posto nella classifica europea.

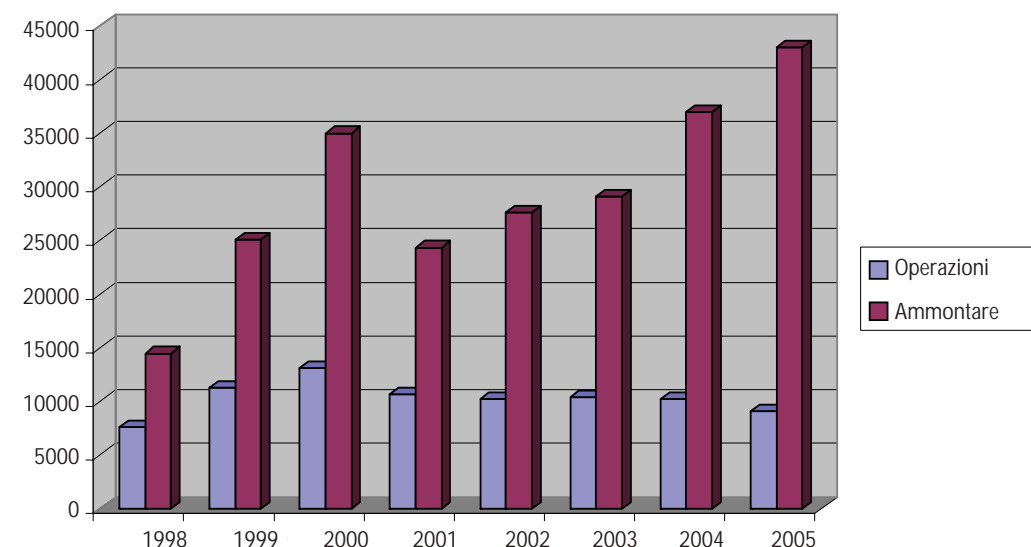


Figura 8. Evoluzione dell'attività di investimento (ammontare in milioni di euro)

Fonte: dati EVCA 2006

Prendendo in considerazione il numero di operazioni e il numero di società coinvolte, si nota come, negli ultimi quattro anni, i loro valori si siano collocati in un range stabile. Ciò in concomitanza con l'aumento delle risorse investite, ha determinato un aumento del taglio medio delle operazioni che nel 2004 è stato pari a 3,6 milioni di euro ma che risulta essere, comunque, inferiore rispetto a quello italiano che, a partire dal 2002 è all'incirca tre volte superiore a quello della media europea. Gli operatori del mercato italiano preferiscono, dunque, a differenza di quelli europei, investire nelle operazioni che comportano un impiego maggiore di capitale.

Con riferimento alla distribuzione degli investimenti complessivamente realizzati anche nel 2005, come nel 2004, la maggior parte delle risorse sono state investite nelle operazioni di *buy out* (66% del totale), seguite da quelle di *expansion financing* (23%), *early stage financing* (5,6%) *replacement capital* (4,7%).

In termini di numero invece emerge la prevalenza degli investimenti di *expansion* (42% del totale), seguiti da *early stage* (31%), *buy out* (24%) e *replacement* (3%). Confrontando tali dati con quelli italiani, appare evidente come il peso del *venture capital* e in particolare dell'*early stage* sia in Italia significativamente inferiore a quello europeo (31% in Europa contro il 17% in Italia), a dimostrazione del maggiore interesse che gli operatori europei mostrano verso le nuove iniziative imprenditoriali e le imprese ad alta crescita.

Sempre stando ai dati pubblicati dall'EVCA, il 2005 è stato un anno eccezionale anche sul fronte dei disinvestimenti. Il loro ammontare, valutato al costo, è infatti salito a 24 miliardi di euro superando di oltre 22 punti percentuali il già elevato valore del 2004.

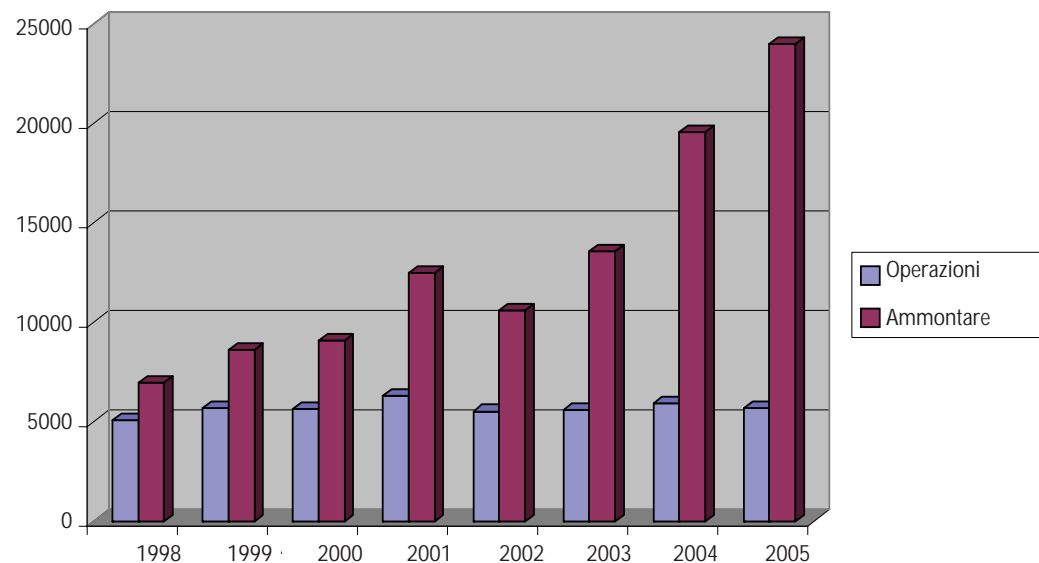


Figura 9. Evoluzione dell'attività di disinvestimento (ammontare in milioni di euro)

Fonte: dati EVCA 2006

A livello dei canali utilizzati per le dismissioni, emerge come il *trade sale*, mediamente, sia la modalità di uscita privilegiata anche se in misura inferiore rispetto all'Italia. Per quanto riguarda il numero di IPO e la vendita della partecipazione ad altre istituzioni finanziarie si nota come il loro numero sia sempre superiore a quello rilevato nel contesto nazionale. Questa rilevazione è una conferma del fatto che in Italia i mercati secondari per la negoziazione di quote di investimento nel capitale di rischio sono ancora scarsamente sviluppati e che di conseguenza si fa maggiore ricorso alle forme di disinvestimento più classiche.

Con riferimento alla raccolta, le stime preliminari per il 2005, mostrano che sono stati raccolti circa 60 miliardi di euro, più del doppio dell'ammontare del 2004 (27,5 miliardi). Per la prima volta in cinque anni si è superato il livello record di circa 50 miliardi raggiunti nel 2000. Oltre il 75% delle risorse raccolte è stato destinato ad operazioni di *buy out* determinando un incremento del 20%. In forte aumento rispetto al 2004 è anche l'ammontare di risorse destinate al *venture capital* che si attesta a 12,6 miliardi (+44%).

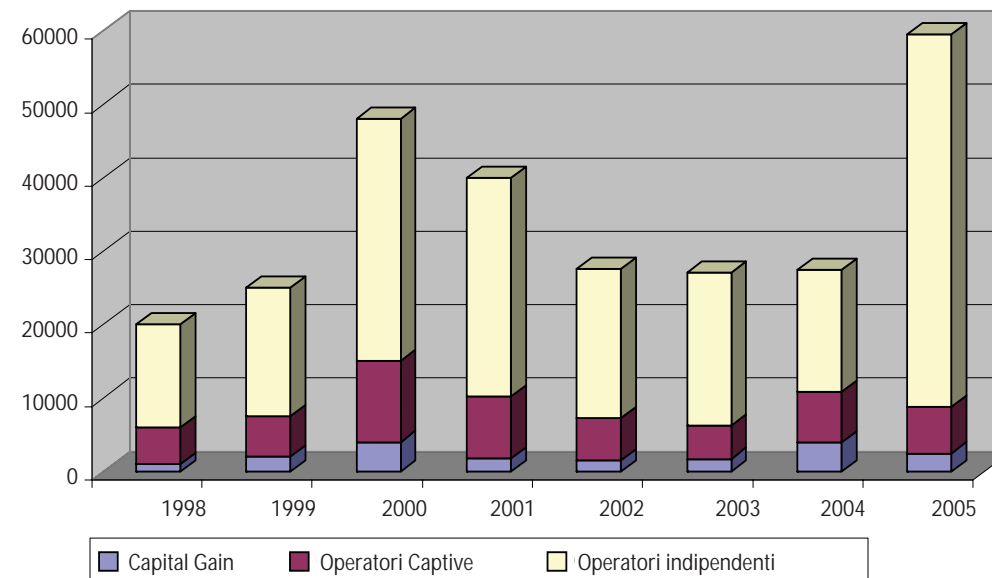


Figura 10. Evoluzione e composizione della raccolta (dati in milioni di euro)

Fonte: dati EVCA 2006

Analizzando la composizione della raccolta, si nota che nel corso degli anni la maggior parte delle risorse sia stata raccolta dagli operatori indipendenti. Questi ultimi nel 2005 hanno rastrellato oltre l'80% del totale delle risorse raccolte, per un ammontare di 50,7 miliardi contro i 16,6 del 2004.

Rispetto alla situazione italiana si nota un peso inferiore degli operatori captive ed un valore superiore dei *capital gain* a dimostrazione del maggiore sviluppo del mercato europeo rispetto a quello nazionale. Per quanto riguarda gli operatori coinvolti nel processo di raccolta, in Europa come in Italia, le banche e i fondi pensione ricoprono il ruolo di investitori primari, apportando nel 2005 circa il 55% delle risorse totali. Seguono i fondi dei fondi e le compagnie di assicurazione. Nel 2005 si registra anche un incremento a 3,9 miliardi delle risorse apportate dagli investitori *corporate*, circa tre volte il livello del 2004. Mantengono un ruolo marginale le università, gli enti pubblici e gli investitori privati.

Infine, dal punto di vista dei rendimenti medi fatti registrare dal mercato europeo, l'ultima rilevazione condotta dall'EVCA, in collaborazione con la società Thomson Venture Economics, mostra un costante aumento dei ritorni degli investimenti in tutti i comparti del *private equity*.

In particolare, l'IRR netto relativo ad un orizzonte temporale di 10 anni è pari al 10,2%, contro il 9,6% del 2004, per tutti i fondi di *private equity*. Analizzando i rendimenti per comparto si nota che sia i fondi di *private equity* che di *venture capital* hanno registrato ritorni positivi pari rispettivamente al 12,6% e 5,3%.

Guardando agli indicatori misurati su un orizzonte temporale di breve periodo, si evince che sia il rendimento a 1 anno (24,1%) che quello a tre anni (5,2%) seguono un trend positivo di crescita. In particolare le performance più solide sono attribuibili ai fondi di *buy out* che offrono un rendimento del 20,9% (1 anno) e del 7,9% (3 anni). In crescita i rendimenti di breve dei fondi di *venture capital* che raggiungono il 25,4% (1 anno) e lo 0,6% (3 anni).

Per quanto riguarda gli sviluppi previsti nel corso del 2006, ci si attende che il livello record raggiunto dall'attività di raccolta nel 2005, darà un forte impulso all'attività di investimento nel corso del 2006. Allo stesso tempo ci si aspetta un ulteriore sviluppo delle opportunità di uscita e in particolare un maggiore ricorso alla quotazione in borsa come modalità di disinvestimento, con un conseguente miglioramento delle performance del settore. L'unica nota negativa è rappresentata dall'attesa di una sempre più intensa competizione nel comparto del *buy-out*. Ciò potrebbe avere un impatto negativo sul livello della performance e spingere gli operatori a cercare deal in mercati meno competitivi sia all'interno che all'esterno dei confini europei.

In conclusione, riassumendo i dati riportati sulla situazione del mercato del *private equity* in Italia e in Europa, si può affermare che:

- nonostante la recente fase di crescita, il livello di sviluppo del *private equity* italiano risulta ancora inferiore a quello raggiunto in ambito europeo;
- gli operatori europei investono in operazioni che presentano una dimensione media inferiore rispetto a quella media nazionale. In Italia, esiste, infatti un'attenzione particolare per investimenti che si caratterizzano per un maggiore impiego di capitale che, conseguentemente, provoca un incremento nel taglio medio delle operazioni;
- con riferimento alla distribuzione del numero degli investimenti per tipologia, appare evidente come il *venture capital*, e in particolare l'*early stage financing*, presenti in Europa un peso decisamente superiore rispetto a quello rilevato nel contesto nazionale, che si contraddistingue invece per una netta tendenza ad operare nei segmenti più maturi e meno rischiosi de *private equity*;
- per quanto riguarda la raccolta, si nota che in Europa gli operatori *captive* hanno un peso inferiore rispetto a quello rilevato nel contesto nazionale, a dimostrazione del maggior grado di sviluppo e maturità che contraddistinguono il mercato europeo;
- relativamente alle strategie di uscita, la quotazione in borsa sembra essere una forma di liquidazione più facilmente praticabile al di fuori dei confini nazionali. Da ciò si deduce che, in Italia, i mercati per la negoziazione di quote di investimento nel capitale di rischio non abbiano ancora raggiunto un adeguato livello di sviluppo e che di conseguenza gli operatori prediligano le forme di disinvestimento più classiche.

1.4 Le strategie di disinvestimento: lo sviluppo delle IPO quali modalità di uscita

Come sottolineato nel primo paragrafo, il carattere temporaneo degli investimenti è uno dei tratti distintivi dell'attività di *private equity*. La partecipazione è solitamente acquisita con un'ottica temporale di medio-lungo termine e con l'obiettivo di contribuire allo sviluppo e all'aumento del valore dell'impresa in modo da poter realizzare una elevata plusvalenza in sede di dismissione. La fase dello smobilizzo, che rappresenta la fase finale della sequenza del processo di investimento, è una fase estremamente delicata perché è soprattutto da essa che dipende la realizzazione di un adeguato guadagno di capitale e quindi il raggiungimento dell'obiettivo ultimo dell'investitore istituzionale in capitale di rischio. Data la criticità di tale fase, è fondamentale che l'investitore istituzionale e gli eventuali altri azionisti raggiungano il massimo accordo relativamente all'individuazione del momento più opportuno per realizzare il disinvestimento e alla scelta del canale di disinvestimento preferibile. In relazione a quest'ultimo punto le principali modalità di cessione della partecipazione a disposizione dell'investitore sono rappresentate da:

- il *trade sale*, ovvero la vendita della partecipazione attraverso canali privati a soggetti non qualificabili come investitori istituzionali;
- la vendita delle azioni sul mercato borsistico, sia nell'ambito di un'offerta al pubblico collegata al processo di prima quotazione, sia realizzata in momenti successivi rispetto alla fase di collocamento;
- la vendita ad altri investitori istituzionali ivi compresi altri operatori di *private equity* o *venture capital*;
- il riacquisto della partecipazione da parte del socio originario rimasto nella compagine azionaria per tutta la durata dell'operazione;
- l'annullamento della partecipazione o *write off* a seguito della perdita di valore della stessa non correlata ad un atto di cessione.

In questo paragrafo ci soffermeremo in particolare sul collocamento delle azioni sul mercato borsistico quale modalità di dismissione a disposizione degli operatori e analizzeremo lo sviluppo che tale modalità ha raggiunto negli ultimi anni.

Nella maggior parte dei casi la quotazione dei titoli della società partecipata su un mercato regolamentato rappresenta la via di dismissione più ambita da parte dell'investitore istituzionale. Essa infatti permette di spuntare un prezzo più alto rispetto alle altre modalità di liquidazione, di soddisfare le preferenze del management, di ottenere eventualmente un guadagno ulteriore derivante dall'incremento del valore post quotazione delle azioni rimaste nel portafoglio dell'investitore istituzionale. Data l'importanza della dismissione tramite quotazione quale modalità di uscita per l'investitore istituzionale, ci si aspetta che lo sviluppo dell'attività di *private equity* possa a sua volta favorire lo sviluppo del mercato borsistico, contribuendo ad incrementare il numero di società quotate sul listino. In altre parole, la presenza, nella compagine azionaria delle imprese, di investitori istituzionali, interessati a monetizzare il loro investimento realizzando elevati ritorni e con una solida esperienza nella gestione del processo di quotazione, dovrebbe tradursi in un incremento del numero di imprese che decide di quotare le proprie azioni in borsa.

Se si osservano i dati relativi al Regno Unito, il paese europeo in cui l'attività di investimento nel capitale di rischio è maggiormente sviluppata, si nota che ben il 36% delle società che si sono quotate sul listino principale dal 1992 al dicembre 2004, è rappresentato da società *venture backed*. Anche i dati relativi all'AIM, il listino del *London Stock Exchange* dedicato alle piccole e medie imprese con elevato potenziale di crescita, confermano il ruolo propulsore del *private equity* nello sviluppo del mercato bor-

sistico. Infatti ben 134 delle IPO avvenute sul mercato dalla sua nascita al dicembre 2004 sono state *venture backed*. Secondo le stime della BVCA (*British Venture Capital Association*), il 31% delle società britanniche *venture backed* si dovrebbe quotare sul mercato tra il 2005 e il 2006. Di queste il 17% sull'*Official list* e il 66% sull'AIM.

Per quanto riguarda i dati dell'Europa nel suo complesso, le statistiche pubblicate dall'EVCA mostrano che negli ultimi due anni si è assistito ad un incremento del numero delle IPO *venture backed* realizzate sui mercati europei.

Tabella 5: Evoluzione del numero delle IPO realizzate in Europa

	2001		2002		2003		2004		2005	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Ven. backed	57	20%	65	52%	43	44%	105	33%	99	36%
Non ven.b.	228	80%	60	48%	54	56%	213	67%	179	64%
Totale IPO	285	100%	125	100%	97	100%	318	100%	278	100%

Fonte: dati EVCA 2006

Il loro numero è passato da 43 nel 2003 a 105 nel 2004, con un incremento del 144%. In leggera flessione è invece il valore registrato nel 2005, pari a 99.

In relazione all'Italia si riporta di seguito (tabella 6) il numero di IPO realizzate sulla totalità dei mercati gestiti da Borsa Italiana dal 2001 ad oggi.

Tabella 6. Evoluzione del numero di IPO realizzate in Italia

	2001		2002		2003		2004		2005	
	#	%	#	%	#	%	#	%	#	%
Ven. backed	4	24%	1	17%	2	50%	5	63%	6	38%
Non ven.b.	13	76%	5	83%	2	50%	3	37%	10	62%
Totale IPO	17	100%	6	100%	4	100%	8	100%	16	100%

Fonte: dati AIFI 2006

I dati mostrano come negli ultimi due anni vi sia stato un significativo incremento del numero di quotazioni rispetto ai valori del 2002 e del 2003 ed in particolare di quelle *venture backed*. In particolare delle 24 IPO realizzate sul mercato italiano nel periodo 2004-2005 ben 11 sono state *venture backed*.

In sintesi, i dati riportati relativi all'Italia e all'Europa mostrano che gli operatori di *private equity* europei stanno trovando possibilità di uscita nei mercati borsistici e stanno contribuendo in misura significativa alla loro crescita.

Nel prossimo futuro ci si aspetta che lo sviluppo dell'attività di *private equity* si tradurrà in un'ulteriore crescita dei mercati ed in particolare di quelli dedicati alle piccole e medie imprese. Negli ultimi anni,

infatti, le piazze finanziarie europee più evolute hanno istituito al loro interno dei mercati o segmenti specializzati in imprese di medio-piccole dimensioni con forti potenzialità di sviluppo. Il maggiore vantaggio offerto da tali mercati risiede nella snellezza delle procedure e spesso, nei ridotti costi di ammissione e di permanenza, oltre che, ovviamente, nei meno rigidi requisiti richiesti alle imprese quotande.

Allo stesso tempo l'attenta valutazione della loro stabilità strutturale ed efficienza assume un peso molto rilevante, altrimenti si rischia di veder vanificati gli sforzi e i benefici derivanti dal processo di quotazione.

Nel prosieguo di tale lavoro si procederà ad analizzare e a mettere a confronto le caratteristiche strutturali di due mercati europei per le piccole e medie imprese, l'AIM e l'Expandi, al fine di individuare le motivazioni che debbano informare il processo decisionale di scelta della quotazione su uno dei due mercati in questione.

CAPITOLO 2. L'AIM E L'EXPANDI: DUE MERCATI A CONFRONTO (di Dell'Acqua A.)

2.1 Le caratteristiche dell'analisi

In questo capitolo ci proponiamo di analizzare in dettaglio e di mettere a confronto le caratteristiche strutturali di due mercati azionari europei per le piccole e medie imprese: l'*Alternative Investment Market* (AIM) del *London Stock Exchange* e il mercato Expandi della Borsa Italiana.

L'*Alternative Investment Market* è stato istituito dal *London Stock Exchange* nel 1995 per colmare il vuoto provocato dalla chiusura dell'*Unlisted Securities Market* (USM), un mercato creato nel 1980 allo scopo di fornire un canale di raccolta del capitale di rischio anche a quelle imprese che, per caratteristiche dimensionali, non erano in grado di accedere al mercato principale.

Dopo un decennio di operatività soddisfacente, alla fine degli anni '80, l'USM è entrato in una fase di profonda crisi (attribuibile sostanzialmente alla riduzione dei volumi negoziati e al peggioramento sia quantitativo che qualitativo del listino) che ha portato alla sua chiusura nel gennaio del 1993. Si è reso dunque necessario ideare un nuovo strumento realmente appetibile ed efficiente nel soddisfare le esigenze delle piccole e medie imprese. Ed è così che, dopo un lungo periodo di riflessione e sulla scorta dell'esperienza accumulata, agli inizi del 1995, il LSE ha avviato il progetto *Alternative Investment Market*.

L'AIM ha ufficialmente cominciato ad operare il 19 giugno 1995 e nel giro di dieci anni è diventato il principale mercato mondiale dedicato alle PMI. Dalla sua nascita ad oggi più di 2000 imprese, di cui più di 300 straniere, lo hanno scelto come mercato di quotazione raccogliendo complessivamente quasi 30 miliardi di sterline.

Il principale e al contempo distintivo vantaggio dell'AIM è quello di garantire tutti i benefici derivanti dall'essere presenti su un listino pubblico, ma all'interno di un ambiente disegnato appositamente per le piccole e medie imprese che non sono ancora in possesso dei requisiti necessari per quotarsi sul *Main Market*.

Anche per non perdere tale vantaggio, dal 12 ottobre 2004 l'AIM ha cessato di essere un mercato regolamentato dall'Unione europea ed è diventato un mercato regolamentato dal solo LSE.

L'altro mercato che sarà oggetto della nostra analisi è decisamente più giovane dell'AIM. Il mercato Expandi è stato, infatti, istituito nel vicino 2003 nell'ambito del processo di riorganizzazione che ha interessato, negli ultimi anni, i mercati gestiti da Borsa Italiana.

Il mercato Expandi prende vita dal processo di revisione di un mercato già esistente, il Mercato Ristretto. Tale mercato istituito nel 1978, quale mercato destinato alla negoziazione di strumenti finanziari non ammessi alla quotazione ufficiale in Borsa, in quanto privi dei necessari requisiti ma in attesa di conseguirli, non aveva riscosso il successo sperato e pertanto è stato necessario sottoporlo ad un radicale ripensamento.

Con la creazione del mercato Expandi Borsa Italiana si prefigge un duplice obiettivo: da un lato quello di dare impulso alla quotazione delle piccole e medie imprese, con una posizione consolidata nel proprio settore di riferimento, consentendo loro di trovare un mercato caratterizzato da requisiti di ammissione più semplici e da un processo di quotazione più agile; dall'altro quello di agevolare imprese

anche di maggiori dimensioni nell'avvicinarsi al mercato finanziario ed eventualmente prepararsi alla quotazione su altri mercati.

Come dichiarato dall'Amministratore Delegato di Borsa Italiana, l'ingegnere Massimo Capuano, "con questo progetto si arricchisce l'offerta dei mercati di Borsa Italiana. Con la quotazione, gli emittenti potranno finanziare i loro progetti di crescita, valorizzare l'immagine dell'azienda, attirando nel contempo l'interesse degli investitori specializzati, e preparandosi eventualmente per un eventuale passaggio ad altri mercati. Gli investitori potranno invece diversificare i propri investimenti in *small cap*, mentre per gli intermediari rappresenterà un ampliamento del campo di operatività, aumentando la loro capacità competitiva".

Nonostante sia un mercato ancora giovane e di dimensione decisamente inferiore a quella dell'AIM, dalla sua nascita ad oggi, il Mercato Expandi, ha riscosso un notevole successo ed ha rappresentato un importante fattore nel processo di riavvicinamento delle imprese alla borsa. Nel periodo 2004-2005, a fronte di un totale di 24 IPO realizzate nei mercati azionari italiani, sono state 8 le società che hanno ottenuto l'ammissione alle negoziazioni sull'Expandi.

Nei prossimi paragrafi confronteremo le principali caratteristiche dell'AIM e dell'Expandi, mettendoci nell'ottica di una piccola e media impresa che sta valutando l'opportunità di quotarsi e che si trova dunque a dover individuare le motivazioni che dovrebbero spingerla a collocare i propri titoli su uno dei due mercati in questione.

In particolare ci soffermeremo sui seguenti aspetti:

- requisiti di accesso e caratteristiche del processo di quotazione;
- requisiti di permanenza sul mercato;
- dimensione e composizione del mercato;
- costi di quotazione;
- liquidità dei titoli;
- benefici fiscali.

2.2 Requisiti di accesso e caratteristiche del processo di quotazione

La possibilità di accedere alla quotazione sul mercato borsistico presuppone che la società quotanda soddisfi una serie di requisiti sia di tipo formale, previsti espressamente da specifiche norme regolamentari, sia di tipo sostanziale, il cui fine è quello di accertare l'idoneità complessiva della società alla quotazione.

Per quanto riguarda il mercato Expandi, il Regolamento di Borsa Italiana prevede degli specifici requisiti, descritti in dettaglio nella figura 11, relativi all'emittente, alla profittabilità, alla struttura finanziaria e agli strumenti finanziari oggetto di quotazione.

Requisiti dell'emittente

- Esistenza
- Almeno due bilanci pubblicati di cui l'ultimo certificato (l'ammissione non può essere disposta in caso di giudizio negativo o di impossibilità ad esprimere un giudizio)
- Conferimento dell'incarico di revisione ad una società iscritta all'albo speciale della Consob
- Autonomia gestionale
- Adeguatezza del sistema di controllo di gestione

Requisiti di profittabilità e struttura finanziaria

- Imprese industriali e commerciali:**
Utile netto positivo e maggiore uguale a 100000 euro nell'ultimo esercizio
Risultato ordinario positivo
Risultato operativo lordo positivo
PNF / Risultato operativo lordo minore uguale a 4
- Imprese sottoposte D.lgs n. 87/1992:**
Utile netto positivo e maggiore uguale a 100000 euro nell'ultimo esercizio
Requisiti di adeguatezza patrimoniale previsti per il tipo di attività svolta
- Imprese assicurative:**
Utile netto positivo e maggiore uguale a 100000 euro nell'ultimo esercizio
Patrimonio netto / Margine di solvibilità maggiore di 1
- Imprese immobiliari:**
Utile netto positivo e maggiore uguale a 100000 euro nell'ultimo esercizio
PFN / Valore immobili minore del 75% oppure risultato operativo lordo /oneri finanziari maggiore di 1

Requisiti degli strumenti finanziari

- Liquidabilità
- Libera trasferibilità
- Flottante minimo pari al 10% del capitale con un controvalore di almeno 750000 euro
- Capitalizzazione di mercato minima pari a 1 milione di euro

Figura 11. Requisiti di ammissione al mercato Expandi
Fonte: Regolamento e Istruzioni di Borsa Italiana (in vigore dal 22 maggio 2006)

In linea con gli obiettivi fondamentali alla base della sua istituzione, il Mercato Expandi richiede di soddisfare requisiti di ammissione meno stringenti rispetto a quanto previsto per gli altri mercati azionari italiani.

In particolare la previsione di una dimensione minima di capitalizzazione pari ad 1 milione di euro e di un flottante minimo del 10%, valori significativamente più bassi rispetto agli altri segmenti di Borsa, consente l'accesso al mercato delle imprese di piccola dimensione e dà loro la possibilità di raccogliere il capitale gradualmente, in relazione al fabbisogno effettivo. Si evitano, in tal modo, eventuali salti di crescita obbligati e indotti dall'esterno, e si permette alle imprese di aprirsi gradualmente al capitale di terzi, evitando che il controllo sia sottratto in maniera consistente e traumatica alla proprietà familiare, aspetto quest'ultimo di non secondaria importanza in considerazione del carattere prevalentemente familiare della struttura proprietaria delle PMI italiane.

Anche dal punto di vista dell'organizzazione e della *corporate governance*, il Mercato Expandi non impone cambiamenti e/o integrazioni della struttura degli organi societari, come ad esempio la presenza di amministratori indipendenti, del comitato di remunerazione, di sistemi di incentivazione del management e dell'*investor relator*. All'emittente è solamente richiesto di disporre di un sistema di controllo di gestione affidabile ed adeguato rispetto alle dimensioni e alle caratteristiche produttive aziendali. A tal fine, in sede di presentazione della domanda di ammissione, è espressamente richiesta una descrizione del sistema di controllo di gestione e di un'apposita dichiarazione d'adequatezza rilasciata dal Presidente del Collegio Sindacale.

Coerentemente con l'obiettivo di essere un mercato rivolto alle piccole e medie imprese con una posizione consolidata nel proprio settore di riferimento, si richiede che l'emittente presenti un *track record* di risultati economici positivi e una situazione patrimoniale solida. Infatti, l'ammissione è subordinata alla verifica del rispetto di una serie di indicatori di profittabilità e struttura finanziaria per gli ultimi due esercizi che variano in relazione al settore in cui opera l'emittente, come riportato nella figura 1.

Per quanto riguarda le caratteristiche del processo di quotazione, il regolamento di Borsa Italiana richiede espressamente alle società quotande la nomina di un *Listing partner* che ha il compito fondamentale di accompagnare l'emittente nell'intero percorso verso l'ammissione alla quotazione delle azioni, sponsorizzandolo nei confronti della comunità finanziaria, e di fungere da garante nei riguardi del mercato e di Borsa della qualità e dell'opportunità dell'investimento. Nel caso di ammissione a quotazione di azioni ordinarie, il *Listing partner* è chiamato a ricoprire anche il ruolo di capofila dell'offerta istituzionale e dell'offerta pubblica. L'incarico di *Listing partner* deve essere conferito dall'emittente non più tardi del momento di presentazione della domanda di ammissione e con durata almeno fino alla data di inizio delle negoziazioni. In linea di massima è possibile affermare che, fatta eccezione per alcuni adempimenti semplificati, quali l'esenzione dal dover presentare formalmente un piano industriale, un documento di valutazione ed un memorandum sul sistema di controllo di gestione che attestino la rispondenza di tale sistema a quanto individuato dalla *best practice*, il processo di quotazione sull'Expandi segue lo stesso iter previsto per l'ammissione alla quotazione sugli altri mercati regolamentati da Borsa Italiana.

In particolare, la società che intenda procedere alla quotazione delle proprie azioni sul mercato è tenuta ad esperire due distinte istruttorie rispettivamente presso Borsa Italiana, al fine di ottenere l'ammissione alle negoziazioni, e presso la Consob, al fine di ricevere l'autorizzazione alla pubblicazione del Prospetto Informativo. Il contenuto del prospetto informativo è disciplinato dal Regolamento Emittenti della Consob, che ha recepito la Direttiva europea sui prospetti informativi, e non sono previste semplificazioni per le società che intendono quotarsi sull'Expandi, essendo quest'ultimo un mercato regolamentato.

Allo scopo di mettere in evidenza le caratteristiche distintive del mercato Expandi, la tabella 7, presenta un sintetico confronto tra i principali requisiti ed obblighi previsti per la quotazione sul Mercato Expandi rispetto a quanto richiesto per i segmenti Blue Chip e Star dei mercati MTA e MTAX.

Tabella 7: Confronto dei requisiti di ammissione dell'Expandi e degli altri segmenti/mercati della Borsa Italiana

	BLUE CHIP	STAR	EXPANDI
Flottante d'ingresso	25%	35%	10% (MIN 750.000 euro)
Bilanci con revisione	1 (3 pubblicati)	1 (3 pubblicati)	1 (2 pubblicati)
Dimensione	Min 40 MIL	Min 40 MIL – Max 1MLD	>= 1 MIL
Cda: amm. non esecutivi e indipendenti	Raccomandato	Obbligatorio	NO
Comitato di controllo interno	Raccomandato	Obbligatorio	NO
Comitato remunerazione	Raccomandato	Obbligatorio	NO
Investor relator	Raccomandato	Obbligatorio	NO
Presenza dello specialista	NO	SI	NO
Sito	Raccomandato	Obbligatorio	NO
Informazioni contabili italiano/inglese sul sito	Raccomandato	Obbligatorio	NO
Track record di bilancio	NO	SI: risultato ordinario positivo	SI: utile netto positivo e PFN/MOL < 4
Piano industriale	SI	SI	NO
Documento di valutazione	SI	SI	NO
Memorandum su controllo di gestione	SI	SI	NO

Fonte: Borsa Italiana 2006

Passando ora ad esaminare i requisiti di ammissione dell'AIM, la prima cosa che occorre sottolineare è che, a differenza dell'Expandi, tale mercato non fissa requisiti minimi in termini di capitalizzazione, flottante e track record positivo e che la decisione di ammettere le società al listino non spetta al *London Stock Exchange* ma è affidata al *Nominated Advisor (Nomad)*, un intermediario finanziario iscritto presso un albo speciale tenuto dalla LSE, il cui compito fondamentale è quello di coordinare l'intero processo di quotazione e fare da garante per la società nei confronti della comunità finanziaria. Oltre ad assistere la società durante la fase di quotazione, il *Nomad* ha anche il compito di prestarle consulenza e assistenza in via continuativa nella comprensione e nell'adempimento delle regole del mercato.

Tabella 8. Principali differenze nei requisiti di ammissione per il Main Market e l'AIM

MAIN MARKET	AIM
Flottante pari ad almeno il 25% del capitale sociale	Non è richiesto un livello minimo di flottante
È richiesto un livello minimo di capitalizzazione	Non è richiesto un livello minimo di capitalizzazione di mercato
È richiesto un trading record di almeno 3 anni	Non è richiesto un trading record
Nomina di uno sponsor per specifiche operazioni	Designazione di un Nomad
Preventiva approvazione dei documenti di ammissione da parte dell'UKLA (United Kingdom Listing Authority)	Non è richiesta la preventiva approvazione dei documenti di ammissione da parte del LSE né dell'UKLA (United Kingdom Listing Authority). L'approvazione dell'UKLA è necessaria solo quando la società è tenuta alla redazione del Prospetto informativo secondo la Prospectus Directive.

Fonte: London Stock Exchange 2006

L'ammissione al mercato è subordinata al rispetto di poche e semplici condizioni, che rispecchiano la filosofia di fondo che ispira questo mercato: snellezza e trasparenza. I requisiti di accesso richiesti sono, quindi, notevolmente meno onerosi rispetto a quelli richiesti per l'ammissione al listino principale del LSE (si veda tabella 8) e possono essere così sintetizzati:

- la società deve essere registrata come *Public Limited Company* (PLC) o comunque come società di capitali secondo la legislazione del proprio paese d'origine;
- le azioni ammesse alla negoziazione devono essere liberamente trasferibili;
- tutte le azioni appartenenti alla stessa categoria devono essere ammesse alla negoziazione sul mercato;
- deve essere dimostrata la disponibilità di un sufficiente capitale operativo per gestire le attività della società nei primi 12 mesi successivi alla quotazione;
- la società deve nominare un *Nomad* e un *Nominated Broker*, un intermediario finanziario il cui compito è quello di raccogliere le sottoscrizioni presso i propri clienti istituzionali, gestire l'*aftermarket*, pubblicare *equity research*, laddove lo ritenga necessario, e soprattutto assicurarsi che ci sia un reale interesse per la società ed un numero sufficiente di azioni per soddisfare la domanda dei potenziali investitori.

La presenza di un *Nomad* e di un *Nominated Broker* per ciascuna società quotata sull'AIM è inderogabile. Tale condizione non deve essere rispettata solo all'atto dell'ammissione, ma anche in ogni momento successivo. L'assenza di una delle due figure comporta, infatti, l'immediata sospensione del titolo dalle negoziazioni e, se entro il termine di un mese non viene nominato un nuovo intermediario in sostituzione, la cancellazione dal listino dell'AIM. La severità di tale sanzione è giustificata dall'importanza delle funzioni svolte da queste due figure di operatori, che caratterizzano in maniera tipica l'operatività dell'AIM e accrescono il livello di funzionalità complessiva del mercato.

Poiché risulta essere piuttosto facile soddisfare i requisiti oggettivi di ammissione, la più grande sfida per la società è quella di convincere il *Nomad* che essa è pronta per quotarsi. Non essendo previsto un esame della domanda di ammissione da parte del LSE, la certificazione da parte del *Nomad* equivale in-

fatti all'ammissione al mercato. Considerata l'importanza della funzione svolta, il ruolo di *Nomad* può essere ricoperto soltanto da intermediari in possesso di stringenti requisiti di professionalità, competenza ed esperienza la cui presenza è assicurata dall'iscrizione presso un apposito albo tenuto dal LSE. Normalmente, nello stabilire se un'impresa è pronta o meno alla quotazione in borsa il *Nomad* cerca di dare una risposta alle seguenti domande:

la società possiede un team manageriale che ha maturato l'esperienza necessaria per gestire una società quotata e che è in grado di dimostrare la sua integrità?

la società ha sviluppato un valido modello di business che le consente di crescere e di creare valore per gli azionisti?

è realistico aspettarsi che la raccolta di fondi presso il pubblico vada a buon fine?

In questa fase di valutazione dell'idoneità della società a far richiesta di quotazione, il *Nomad* è assistito dagli esperti contabili i quali sottopongono ad un processo di due diligence i dati della società e delle sue eventuali controllate e le previsioni fatte dal management circa la prevedibile evoluzione della gestione. I risultati dell'analisi svolta dagli esperti contabili confluiscono in due report privati che possono essere letti solo dal *Nomad* e dal management della società: il *long form report* e il *working capital report*. Nel primo gli esperti contabili esprimono un parere sulle procedure contabili adottate dalla società e sulla regolarità del processo di elaborazione dei dati economico-finanziari. Nel secondo, invece si esprimono sulla effettiva disponibilità da parte della società di un sufficiente capitale operativo per i primi 12 mesi dopo la quotazione.

Considerando che la reputazione del *Nomad* si fonda sulla qualità delle imprese accompagnate in borsa, esso darà il proprio assenso all'avvio del processo di quotazione solo se è convinto che la società presenta dei validi presupposti per poter creare valore per gli azionisti.

In generale è possibile affermare che la procedura di ammissione alla quotazione dell'AIM, sia più snella e veloce di quella necessaria per l'ammissione alla quotazione sull'Expandi. L'estrema velocità della procedura è assicurata dal fatto che, come anticipato, gli organi di borsa non esaminano la domanda di ammissione, né il contenuto del prospetto informativo ma si limitano a verificare la sussistenza degli impegni del *Nomad* e del *Nominated Broker*. Inoltre, occorre sottolineare che, in virtù dell'uscita dell'AIM da novero dei mercati regolamentati dall'Unione europea, le società che fanno richiesta di quotazione tramite offerta pubblica possono predisporre un Prospetto Informativo semplificato rispetto a quello previsto dalla direttiva sui Prospetti Informativi, ferma restando la facoltà del *Nomad* di decidere di inserire anche le parti non richieste laddove lo ritenga necessario. Laddove invece, la società decida di quotarsi senza fare ricorso ad un'offerta pubblica, questa potrà limitarsi a presentare un documento di ammissione semplificato e non ispirato alla normativa europea.

Infine, per facilitare e rendere meno costoso l'accesso all'AIM da parte delle società estere, è stato previsto un processo di quotazione semplificato (*fast track route*), che non prevede la pubblicazione del documento di ammissione ma soltanto di un dettagliato *pre-admission document*, per le società le cui azioni sono state negoziate, per un periodo di almeno 18 mesi, su uno dei mercati indicati dal regolamento dell'AIM (*AIM designated markets*).

La tabella 9 presenta la sintesi e il confronto dei principali requisiti che devono essere rispettati per poter essere ammessi alla quotazione sull'AIM e sull'Expandi. Dal confronto emerge che gli obblighi ai quali la società deve sottoporsi per potersi quotare sull'AIM sono minori e meno stringenti rispetto a quelli dell'Expandi. Ciò dimostra come la filosofia che è alla base della progettazione del mercato britannico dia più importanza alla professionalità e alla cultura di mercato degli intermediari coinvolti nel processo di quotazione, piuttosto che alle norme e agli obblighi regolamentari.

Tabella 9. Principali differenze nei requisiti di ammissione per l'AIM e l'Expandi

AIM	EXPANDI
Non è richiesto un livello minimo di flottante	Il flottante minimo deve essere pari al 10% con un controvalore minimo di 750.000 euro
Non è richiesto un livello minimo di capitalizzazione di mercato	Il livello minimo di capitalizzazione è pari ad 1 milione di Euro
Non è richiesto un trading record	L'ammissione è subordinata alla verifica della sussistenza di indicatori economico-finanziari negli ultimi due esercizi
Designazione di un <i>Nomad</i> e di un broker	Designazione di un <i>Listing partner</i>
Fast track route per le società estere quotate sugli AIM designated market	Non è prevista una fast track route per le società estere quotate
Non è richiesta la preventiva approvazione dei documenti di ammissione da parte del LSE né dell'UKLA (United Kingdom Listing Authority). L'approvazione dell'UKLA è necessaria solo quando la società è tenuta alla redazione del Prospetto informativo secondo la <i>Prospectus directive</i> .	È richiesta la preventiva approvazione della domanda di ammissione da parte di Borsa Italiana e il nulla osta della Consob per la pubblicazione del Prospetto informativo.

Fonte: elaborazione propria

2.3 I requisiti di permanenza

Lo status di società quotata comporta l'adempimento di una serie di obblighi che di fatto costituiscono i requisiti di permanenza sul mercato.

In particolare all'emittente è richiesto di sottostare ad un insieme di regole relative all'informativa societaria e alla comunicazione con il mercato.

Per quanto riguarda il mercato Expandi, si richiede a livello di informativa contabile periodica, la pubblicazione del bilancio annuale e della relazione semestrale; l'emittente è altresì tenuto a ricalcolare semestralmente gli indicatori di profittabilità e struttura finanziaria e comunicarli allegandoli agli avvisi relativi all'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione del progetto di bilancio e della semestrale. Inoltre, è esplicitamente previsto dal Regolamento di Borsa, che l'emittente adempia ai seguenti obblighi:

- invio a Borsa di copia degli avvisi relativi alle informazioni necessarie all'esercizio dei diritti dei portatori degli strumenti finanziari e relativi all'offerta in Borsa di diritti di opzione non esercitati;
- comunicazione a Borsa di ogni modifica del capitale sociale;
- comunicazione a Borsa del calendario annuale degli eventi societari;
- comunicazione a Borsa dell'importo del dividendo deliberato in sede di approvazione del bilancio di esercizio e della data da cui sarà posto in pagamento;
- comunicazione a Borsa di modifiche statutarie rilevanti, quali ad esempio la modifica della denominazione sociale, dell'oggetto sociale, dei diritti di una categoria di azioni.

Al pari degli altri emittenti quotati, le società quotate sull'Expandi sono tenute a rispettare gli stringenti obblighi di *disclosure* previsti dal Testo Unico della Finanza, che è stato recentemente modificato al

fine di recepire la direttiva europea sul *market abuse*. In particolare, al fine di tutelare il mercato e gli investitori, si richiede che siano rese pubbliche le informazioni cosiddette privilegiate che riguardano direttamente o indirettamente l'emittente o le società da esso controllate (i cosiddetti comunicati *price sensitive*). Per informazione privilegiata si intende ogni informazione di carattere preciso che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sul prezzo delle azioni. Tali comunicati devono essere redatti in base a specifiche modalità stabilite da Borsa in relazione alle specifiche informazioni oggetto dello stesso comunicato. In particolare sono espressamente regolamentati i contenuti minimi dei comunicati relativi a:

- approvazione dei dati contabili di periodo;
- rilascio da parte della società di revisione di un giudizio con rilievi, di un giudizio negativo o di una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio sulle rendicontazioni contabili periodiche;
- comunicazione di dati revisionali o obiettivi quantitativi;
- dismissione o nomina di componenti degli organi di amministrazione e controllo o altri responsabili chiave;
- acquisizioni e/o cessioni;
- aumenti di capitale e/o emissione di obbligazioni convertibili finalizzate alla raccolta di risorse finanziarie;
- emissione di obbligazioni;
- acquisto e/o alienazione di azioni proprie;
- operazioni di fusione e/o scissione.

Gli emittenti sono inoltre tenuti a istituire e mantenere regolarmente aggiornato un registro delle persone che, in ragione dell'attività lavorativa o professionale, ovvero delle funzioni svolte, hanno accesso alle informazioni di carattere privilegiato.

Inoltre è previsto l'obbligo di notifica delle operazioni effettuate sugli strumenti finanziari dell'emittente da parte delle persone rilevanti, quali ad esempio gli amministratori, i dirigenti, gli azionisti con partecipazione superiore al 10% del capitale sociale, nonché il dovere di informare il mercato di eventuali attribuzioni di azioni a esponenti aziendali, dipendenti e collaboratori.

L'emittente è infine tenuto a comunicare a Borsa ogni informazione ritenuta necessaria affinché possa essere garantito un buon funzionamento del mercato.

Per quanto riguarda l'AIM, preme sottolineare che in seguito all'uscita di tale mercato dal novero dei mercati regolamentati dall'Unione europea, alle società quotate su di esso non si applicano gli obblighi di *disclosure* previsti dalla direttiva sul *market abuse*. In effetti la decisione di cambiare lo status del mercato, da mercato regolamentato a *exchange regulated market*, è stata presa proprio allo scopo di preservare la flessibilità della struttura regolamentare e di evitare l'applicazione dell'insieme di obblighi derivanti dal recepimento delle direttive europee che si inseriscono nel *Financial Services Action Plan* (lanciato dall'Unione europea al fine di armonizzare la regolamentazione finanziaria degli stati membri). Essendo diventato un mercato regolamentato dal solo LSE, le società sono tenute a rispettare solo le disposizioni contenute nel regolamento del mercato. In particolare, oltre all'obbligo di mantenere un *Nomad* e un *Nominated Broker* per tutto il tempo in cui le sue azioni sono quotate, tale regolamento prevede che le società mantengano costantemente informato il mercato comunicando senza indugio:

- ogni cambiamento della situazione finanziaria, della sfera d'attività, della performance delle aree di business, dei risultati attesi, che, se reso pubblico è in grado di determinare una sostanziale variazione del prezzo delle azioni (*price sensitive information*);

- ogni cambiamento rilevante dell'assetto societario;
- ogni cambiamento del gruppo dirigente;
- ogni transazione compiuta dal gruppo dirigente avente ad oggetto le azioni della società;
- la decisione di distribuire dividendi;
- il cambiamento della data di chiusura del bilancio, del nome o della sede della società;
- eventuali differenze tra le effettive performance economico finanziarie e le previsioni contenute nel documento di ammissione;
- ogni transazione rilevante ovvero che determina il superamento del 10% di uno dei *class test* definiti dal regolamento del mercato;
- ogni transazione con *related parties* (azionisti di maggioranza, amministratori, soci, etc) che determina il 5% di uno dei *class test*.

Inoltre le società quotate sull'AIM sono tenute a:

- redigere e pubblicare la relazione semestrale e il bilancio annuale certificato;
- assicurare che i dirigenti e gli impiegati che possiedono almeno lo 0,5% delle azioni della società non effettuino transazioni sulle azioni nei cosiddetti *close period*, ovvero durante i due mesi che precedono la pubblicazione del bilancio annuale e della relazione semestrale.

Il LSE si riserva infine il diritto di richiedere la comunicazione di ogni altra informazione ritenuta rilevante al fine dell'adempimento degli obblighi di *disclosure* che pesano sull'emittente.

In conclusione, è possibile affermare che l'AIM presenta il vantaggio di prevedere degli obblighi di *disclosure* che garantiscono al mercato un flusso informativo costante e affidabile, ma che allo stesso tempo tengono conto della natura delle società quotate e delle loro esigenze di flessibilità e snellezza. Resta da vedere se nel futuro, in seguito alla decisione di cambiare il proprio status in *exchange regulated market*, il mercato sarà in grado di continuare a garantire una regolamentazione in grado di soddisfare al contempo le esigenze di snellezza delle società quotate e quelle di trasparenza degli investitori.

2.4 Dimensione e composizione del mercato

L'obiettivo di questo paragrafo è quello di mettere a confronto i due mercati oggetto di analisi, in termini di dimensione e composizione, e di delineare in tal modo il profilo della società media quotabile su di essi.

Come precedentemente accennato, l'AIM ha avviato le negoziazioni il 19 giugno 1995. All'apertura le società quotate erano solo dieci, delle quali appena tre erano alla prima quotazione, mentre le rimanenti sette provenivano dall'USM in fase di chiusura, per una capitalizzazione complessiva pari a circa 82 milioni di sterline. Al 30 aprile 2006, la situazione appare radicalmente mutata: le società quotate sono 1501, per una capitalizzazione complessiva di circa 79 miliardi di sterline.

Il successo riscosso dall'AIM non ha precedenti: nell'arco di dieci anni il numero delle società quotate su di esso è aumentato di ben 150 volte facendolo divenire nel 2005 il più grande mercato europeo per numero di società quotate.

Dopo i primi anni di forte rodaggio il mercato è stato protagonista di un crescente successo ma il vero salto dimensionale è stato realizzato nel corso degli ultimi due anni, periodo in cui è stato registrato il numero maggiore di ammissioni nella storia dell'AIM e si è assistito ad un vero e proprio raddoppio del numero delle società quotate rispetto ai livelli del 2003. In particolare il numero di società ammesse alla quotazione sull'AIM è stato pari a 355 e 519 rispettivamente nel 2004 e nel 2005.

Oltre ad essere un mercato in crescita, l'AIM è anche un mercato con una forte impronta internazionale. Dal suo lancio ad oggi, l'AIM ha attratto quasi 250 società non britanniche, provenienti da 27 paesi diversi. Come mostra la figura 13, i paesi maggiormente rappresentati sono l'Australia e il Canada, seguiti dall'Irlanda e gli Stati Uniti.

Al momento le società italiane presenti sul listino sono tre (Acta, Teleunit ed Elitel Telecom), ma nel prossimo futuro altre due società tricolori potrebbero entrare a far parte del mercato: la società di marketing Epipoli e la tecnologica Intratech, le quali dovrebbero già essere in uno stato avanzato delle procedure di ammissione.

Preme sottolineare che, nonostante l'AIM abbia da sempre vantato la presenza di società straniere sul suo listino, il loro numero è cresciuto in modo vertiginoso soprattutto negli ultimi due anni. Infatti, delle società straniere attualmente presenti sull'AIM, ben 120 hanno scelto di quotarsi nel corso del 2005, facendo aumentare del 96% il numero complessivo di società straniere quotate, rispetto al valore dell'anno precedente.

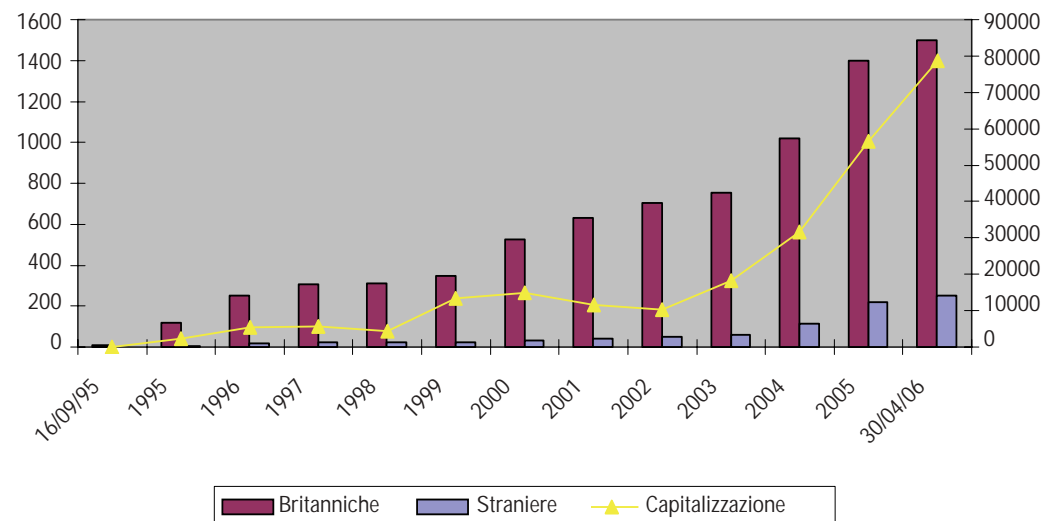


Figura 12. Evoluzione storica del numero delle società e della capitalizzazione complessiva dell'AIM
Fonte: statistiche LSE (aprile 2006)

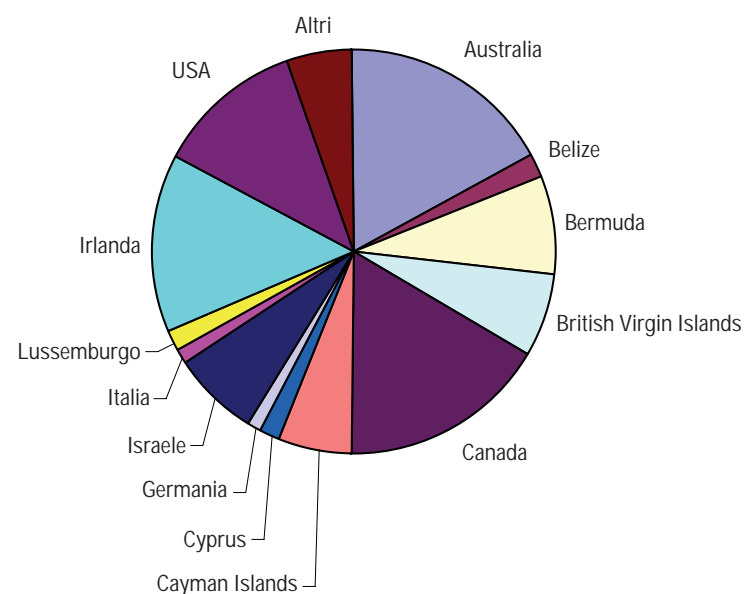


Figura 13. Composizione geografica dell'AIM
Fonte: statistiche LSE (marzo 2006)

Acta s.p.a.

Prodotti e servizi offerti

Acta è una società costituita nel 2004, specializzata nella produzione e nella creazione di catalizzatori per l'industria delle batterie. La società è riuscita a sviluppare una famiglia di catalizzatori (Hypermec) che, a differenza di quelli attualmente presenti sul mercato, non contengono platino o PGM, e consentono quindi un sostanziale abbattimento dei costi di produzione.

Struttura proprietaria

I principali azionisti della società sono Paolo Bert, amministratore delegato e inventore della tecnologia sviluppata da Acta, Alessandro Tampucci, anch'egli parte attiva nello sviluppo della tecnologia, Nigel Wray e RAB capital.

Principali dati economico-finanziari

euro/000	31 dicembre 2005	31 dicembre 2004
Fatturato	11	0
Ebitda	(2.999)	(297)
Ebit	(3.189)	(396)
Utile netto	(3.159)	(388)
PFN	(11.118)	(102)
Equity	12.646	184
CIN	1.528	82

Quotazione

Il 4 ottobre 2005 Acta s.p.a. è stata ammessa alla quotazione sull'AIM.

Caratteristiche dell'offerta

Struttura offerta	OPVS
Numero azioni pre offerta globale	28.650.126
Numero azioni oggetto offerta	7.200.000 di cui 6.400.000 di nuova emissione
Numero azioni post offerta	35.850.126
Offerta istituzionale	n.d.
Offerta pubblica	n.d.
Prezzo di collocamento	125p
Capitalizzazione post offerta al p. di coll.	44,8 milioni di sterline
Flottante	20%
Proventi lordi offerta della società	8 milioni di sterline
Proventi netti offerta della società	6,7 milioni di sterline

La decisione di accedere al listino è legata alla necessità di reperire le risorse necessarie per implementare il programma di ricerca e sviluppo, per rafforzare la funzione marketing e vendite, per finanziare i costi operativi e il working capital. Il gruppo dirigente è inoltre convinto che la quotazione contribuirà a promuovere l'immagine aziendale e le tecnologie sviluppate, permettendo alla società di intrecciare proficue relazioni commerciali.

Performance del titolo

Prezzo di collocamento	125p
Prezzo di riferimento prima quotazione	130,5p
Underpricing	4%
Pezzo minimo	121,5p
Prezzo massimo	162,5p
Variazione dalla quotazione al 30 aprile 2006	+15%

Telunit s.p.a.

Prodotti e servizi

Costituita nel 1997, Teleunit è una società che opera nel settore delle telecomunicazioni attraverso un'ampia offerta di servizi sia alle aziende che al mercato residenziale del centro Italia. L'azienda presenta cinque divisioni operative (telefonia fissa, premium access number, mobile content service, wireless local loop, servizi wholesale) ed ha intenzione di espandere la propria attività sia in Italia che all'estero.

Struttura del gruppo

Teleunit s.p.a. presenta un azionariato di tipo familiare, controlla TLTNet s.r.l., una società che gestisce i servizi internet e e-commerce del gruppo e detiene una partecipazione del 30% in Starline s.p.a., una società attiva nel mercato dei servizi ad alto valore aggiunto.

Principali dati economico- finanziari

euro/000	31 dicembre 2005	31 dicembre 2004	31 dicembre 2003
Fatturato	85.404	60.767	44.271
Ebit	4.873	6.594	4.000
Utile netto	2.970	4.804	2.272
PFN	11.370	11	(1.127)
Equity	27.069	24.095	6.178
CIN	38.439	24.106	5.051

Quotazione

Il 26 maggio del 2004 Teleunit s.p.a. è stata ammessa alla quotazione sull'AIM

Caratteristiche dell'offerta

Struttura offerta	100% OPS
Numero azioni pre offerta globale	136.000.000
Numero azioni oggetto offerta	50.744.249
Numero azioni post offerta	186.744.249
Offerta istituzionale	n.d.
Offerta pubblica	n.d.
Prezzo di collocamento	20p
Capitalizzazione post offerta al p. di coll.	37.348.850 sterline
Flottante	27%
Proventi lordi offerta	10 milioni di sterline
Proventi netti offerta	9,2 milioni di sterline

La decisione di accedere al listino è legata principalmente all'esigenza di reperire le risorse finanziarie necessarie per sostenere il progetto di espansione del WLL (wireless local loop) network sul territorio nazionale. Inoltre il gruppo dirigente è convinto che la quotazione contribuirà a migliorare il profilo finanziario e commerciale del gruppo e promuovere l'immagine aziendale.

Performance del titolo

Prezzo di collocamento	20p
Prezzo di riferimento prima quotazione	22p
Underpricing	10%
Pezzo minimo	12
Prezzo massimo	28
Variazione dalla quotazione ad 30 aprile 2006	-42%

Elitel Telecom s.p.a.

Prodotti e servizi

Costituita nel 1998 sull'onda della liberalizzazione del mercato italiano delle telecomunicazioni, Elitel è un operatore indipendente di telefonia fissa che fornisce un'ampia gamma di servizi sia alle aziende che al mercato residenziale. L'offerta spazia dai servizi di telefonia tradizionale (Cps) alla telefonia a banda larga (VoIP IP Centrex), dall'accesso a Internet (dial up, ACSL, wi-fi) ai servizi di data center (housing/hosting) e dati, dai servizi multimediali ai servizi premium, alle carte prepagate internazionali, ai servizi a valore aggiunto.

Struttura del gruppo

Il Gruppo Elitel è controllato da Kiwi.com e dalle società di investimento Kiwi I e Kiwi II, specializzate nelle iniziative di *venture capital* ad alta tecnologia.

Le società operative del gruppo sono specializzate per offerta e mercati. Alla capogruppo Elitel Telecom s.p.a. fanno capo: Elitel s.r.l. specializzata nell'offerta di servizi di telecomunicazione e a valore aggiunto nei mercati residenziale, piccole e medie imprese e grandi clienti; Elinet s.p.a. che gestisce l'infrastruttura di rete e sviluppa i business carrier wholesale, carte prepagate e traffico etnico; Telework s.r.l. e Amì Sicilia che svolgono attività di call center e di teleselling.

Principali dati economico-finanziari

euro/000	Primo semestre 2005	31 dicembre 2004	31 Dicembre 2003
Turnover	62.960	92.458	97.665
Ebit	(5.670)	(23.307)	(49.724)
Reddito ante imp.	(6.925)	(12.804)	(50.383)

Al 30 giugno 2005, Elitel possedeva asset netti per un valore di 22.061.000 euro.

Quotazione

Il 20 febbraio 2006 Elitel Telecom s.p.a. è stata ammessa alla quotazione sull'AIM.

Caratteristiche dell'offerta

Struttura offerta	100% OPS
Numero azioni pre offerta globale	31.940.000
Numero azioni oggetto offerta	6.173.800
Numero azioni post offerta	38.077.800
Offerta istituzionale	80%
Offerta pubblica	20%
Prezzo di collocamento	130p
Capitalizzazione post offerta al p. di coll.	49.501.140 sterline
Flottante	16%
Proventi lordi offerta	8.0 milioni di sterline
Proventi netti offerta	5.2 milioni di sterline

La decisione di accedere al listino è legata in primo luogo alla volontà di reperire le risorse finanziarie necessarie per lo sviluppo delle tecnologie di telecomunicazione (in particolare VoIP e banda larga). Il gruppo intende anche potenziare la pre paid software platform in modo da supportare la crescita del traffico telefonico internazionale. Il gruppo dirigente è convinto che la quotazione contribuirà a migliorare il profilo finanziario e commerciale del gruppo e che l'AIM sia il mercato più appropriato per soddisfare le esigenze del gruppo.

Performance del titolo

Prezzo di collocamento	130p
Prezzo di riferimento prima quotazione	137,5p
Underpricing	6%
Pezzo minimo	101,5p
Prezzo massimo	137,5p
Variazione dalla quotazione al 30 aprile 2006	-23%

La crescente presenza di società internazionali è confermata anche dai dati del 2006: in particolare nei primi quattro mesi dell'anno sono state ammesse alla quotazione 41 società straniere, che rappresentano circa il 35% del totale delle ammissioni del periodo.

La crescente internazionalizzazione dell'AIM, soprattutto in ambito europeo, è uno dei principali obiettivi perseguiti dal LSE. Ed è proprio in linea con tale obiettivo che il LSE si è impegnato in un'intensa campagna di marketing per promuovere l'immagine del mercato all'estero e, come descritto nel paragrafo precedente, ha previsto una procedura di ammissione semplificata e meno costosa per le imprese straniere già quotate sui cosiddetti AIM *designated markets*.

L'enorme successo dell'AIM è confermato anche da un altro indicatore di grande rilevanza per un mercato dei capitali: i fondi raccolti dalle società quotate. In relazione a questo indicatore, dall'avvio del mercato al 30 aprile 2006, le società quotate sull'AIM hanno raccolto fondi per oltre 29 miliardi di sterline. Come mostrato nella figura 14, l'ammontare dei mezzi finanziari raccolti dopo aver raggiunto un picco nel periodo della bolla internet, si è attestato intorno a dei valori stabili, per poi toccare dei livelli record negli ultimi due anni. In effetti, quasi la metà del totale fondi è stata raccolta nel 2004 e nel 2005, anni in cui l'ammontare delle risorse raccolte è stato pari rispettivamente a circa 4,6 e 9 miliardi di sterline. Si aspettano valori record anche per il 2006, considerando che nei soli primi quattro mesi dell'anno sono state raccolte risorse per oltre 5 miliardi di sterline, quasi il 60% del valore del 2005.

Le ragioni di questo straordinario successo possono essere ritrovate nei vantaggi che l'AIM offre sia alle imprese, sia agli investitori, primi fra tutti l'elevata accessibilità, la semplicità del processo di ammissione e i vantaggi fiscali.

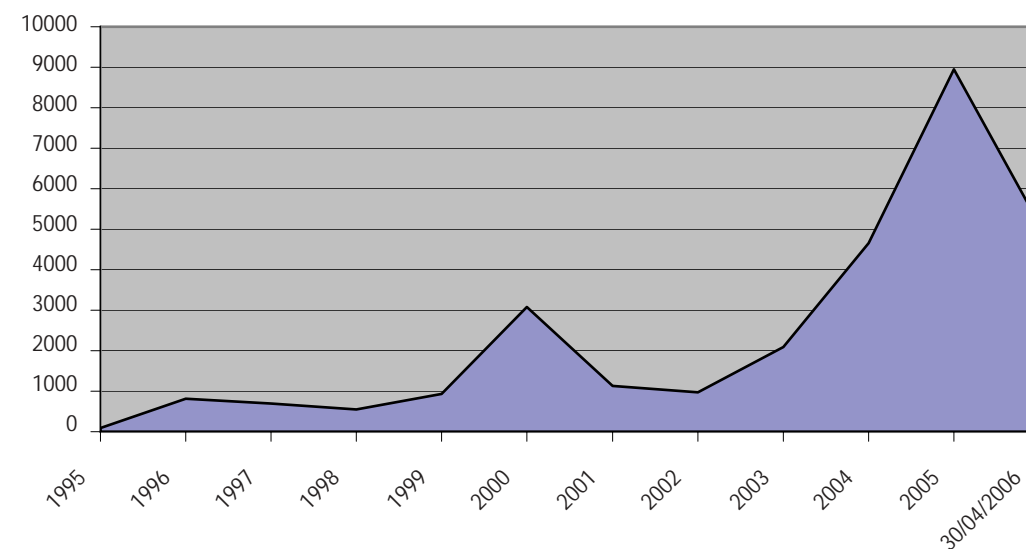


Figura 14. Mezzi finanziari raccolti sull'AIM in milioni di sterline
Fonte: statistiche LSE (aprile 2006)

La capitalizzazione media delle società quotate sull'AIM risulta di circa 49 milioni di sterline con un minimo assoluto di 0,1 milioni e un massimo, il gruppo Sportingbet, di circa 1,6 miliardi di sterline. Relativamente alla distribuzione dimensionale delle società, delle 1501 trattate al 30 aprile 2006, le classi di capitalizzazione sono le seguenti:

- 8 società (0,5% del totale) hanno una capitalizzazione superiore ad un miliardo di sterline
- 11 società (0,7% del totale) hanno una capitalizzazione compresa tra 500 milioni e 1 miliardo di sterline
- 27 società (1,8% del totale) hanno una capitalizzazione compresa tra 250 e 500 milioni di sterline
- 147 società (9,8% del totale) hanno una capitalizzazione compresa tra 100 e 250 milioni di sterline
- 185 società (12,3% del totale) hanno una capitalizzazione compresa tra 50 e 100 milioni di sterline
- 227 società (15,1% del totale) hanno una capitalizzazione compresa tra 25 e 50 milioni di sterline
- 347 società (23,1% del totale) hanno una capitalizzazione compresa tra 10 e 25 milioni di sterline
- 199 società (13,3% del totale) hanno una capitalizzazione compresa tra 5 e 10 milioni di sterline
- 167 società (11,1% del totale) hanno una capitalizzazione compresa tra 2 e 5 milioni di sterline
- le rimanenti 108 società (7,25% del totale) hanno una capitalizzazione inferiore ai 2 milioni di sterline

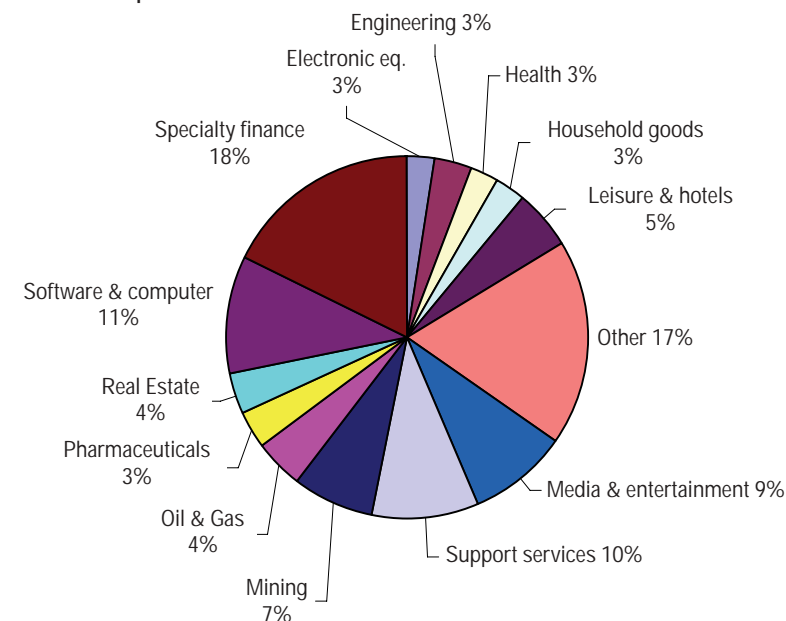
Pertanto circa il 70% del totale delle società quotate presenta una capitalizzazione inferiore ai 50 milioni di sterline e di queste circa il 52% si colloca nell'intervallo di capitalizzazione compreso tra 10 e 50 milioni di sterline.

In relazione alla distribuzione settoriale delle imprese quotate, si evidenzia la totale apertura dell'AIM a qualsiasi tipo di impresa. La diversificazione delle società quotate è senza dubbio uno dei fattori chiave di successo dell'AIM: oggi sono quotate sul listino imprese operanti in 33 settori, dalle *utilities* al *software*, dalle società finanziarie al quelle biotecnologiche.

Tra i diversi settori spicca senza dubbio quello finanziario che, in base alle statistiche riferite a gennaio 2006, rappresenta il 17% delle società quotate sull'AIM. Un altro settore dominante è quello delle risorse naturali (oil, gas e mining): a gennaio di quest'anno oltre 200 delle società quotate sull'AIM appartenevano a questo settore. Tale settore risulta essere anche quello preferito dagli investitori istituzionali: secondo una ricerca condotta da Growth Company Investor nel 2005, ha attirato il 40% del totale dei loro investimenti sull'AIM.

Altri settori popolari sono quelli dei *software* e delle telecomunicazioni. I dati sulla composizione settoriale dell'AIM sono mostrati in dettaglio nella figura 15.

Ripartizione settoriale imprese britanniche



Ripartizione settoriale imprese straniere

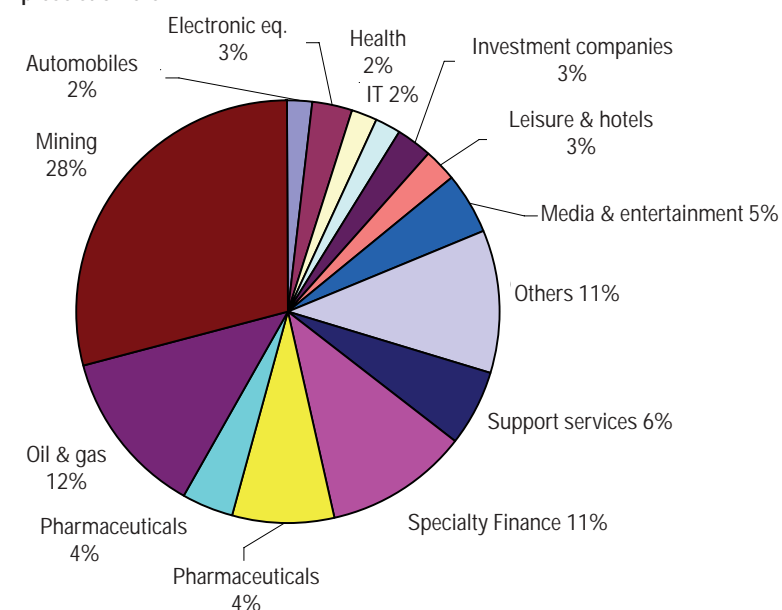


Figura 15. Composizione settoriale dell'AIM
Fonte: statistiche LSE (gennaio 2006)

Passando all'analisi dell'Expandi, la prima cosa che preme sottolineare è che tale mercato, a differenza dell'AIM, si trova ancora nelle fasi iniziali del suo ciclo di vita e di conseguenza non ha ancora realizzato completamente le sue potenzialità.

Il mercato Expandi nasce, infatti, il primo dicembre del 2003 con l'eredità delle 11 società rimaste sul Mercato Ristretto.

Pur essendo partito a dicembre 2003, l'Expandi può essere considerato a pieno regime solamente a partire dalla primavera 2004: la quotabilità delle imprese, infatti, può essere valutata in base al primo bilancio, che è quello di aprile, ed infatti la prima quotazione è avvenuta in estate.

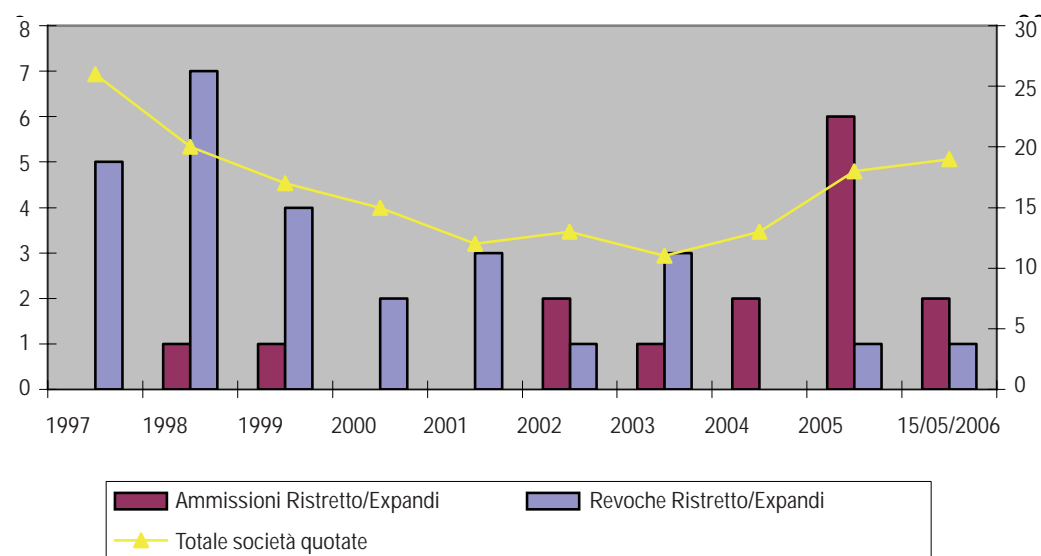


Figura 16. Ammissioni, revocche e numero di società quotate del Mercato Ristretto/Expandi
Fonte: statistiche Borsa Italiana

Nei suoi primi due anni di vita l'Expandi ha riscosso un buon successo in termini di numero di società che hanno chiesto l'ammissione alla quotazione. Nel biennio 2004-2005, infatti, 8 delle 24 società che hanno deciso di quotare i loro titoli azionari in borsa hanno optato per tale mercato.

Tabella 10. IPO avvenute sul mercato Expandi dalla sua nascita ad oggi

Data	Settore	Struttura	Proventi complessivi offerta (euro mln)	Flottante	MKT CAP 1° giorno di quotazione (euro mln)	
Greenvision ambiente	14.07.04	Servizi/Diversi	OPS	11,0	29,16%	42,8
RGI	25.11.04	Software	OPS	3,6	12,53%	30,5
Mondo Home Entertainment	28.02.05	Entertainment	n.a.	n.a.	10,91%	50,2
Bioera	27.07.05	Chimico/farmaceutico	OPVS	18,6	29,68%	85,8
Monti Ascensori	27.07.05	Servizi/Diversi	OPS	8,9	40,50%	26,0
Caleffi	09.11.05	Abbigliamento/accessori	OPVS	12,8	36,40%	34,5
Tamburi Investment Partners	09.11.05	Finanziari	OPS	90,0	54,40%	226,4
Apulia Prontoprestito	07.12.05	Bancario	OPS	35,2	11,65%	374,3
Kerself	18.01.06	Industriale	OPVS	10,8	48,77%	30,8
Noemalife	15.05.06	IT healthcare	OPS	9	21,27%	52

Fonte: dati Borsa Italiana e Prospetti Informativi

Attualmente, risultano quotate sull'Expandi 19 società di cui 9 confluite dal Mercato Ristretto, per una capitalizzazione complessiva di 8,5 miliardi di euro calcolata al 28 aprile 2006 (circa l'1% della capitalizzazione totale dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana).

A differenza dell'AIM, l'Expandi non vanta la presenza di imprese internazionali sul suo listino. Le società attualmente quotate sono tutte tricolori e molta strada deve essere ancora percorsa prima che il mercato possa assumere un'impronta internazionale.

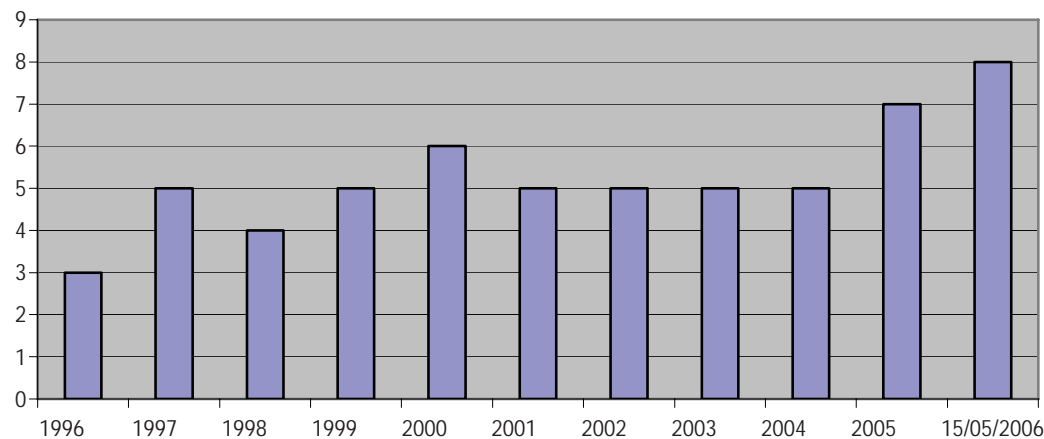


Figura 17. Andamento della capitalizzazione del Mercato Ristretto/Expandi (dati in miliardi di euro)

Fonte: statistiche Borsa Italiana 2006

In relazione alla capitalizzazione, è importante rilevare che due delle società provenienti dall'ex Mercato Ristretto (Banca popolare dell'Emilia Romagna e Banca Popolare di Sondrio) rappresentano quasi l'80% della capitalizzazione complessiva del mercato Expandi, ma esse non sono assolutamente assimilabili alle società che si sono quotate su questo mercato dopo la sua costituzione. Escludendo dal computo tali società, la capitalizzazione dell'Expandi ammonterebbe a circa 1,8 miliardi di euro.

La capitalizzazione media delle società quotate sull'Expandi (escludendo dal calcolo la Banca popolare dell'Emilia Romagna e la Banca Popolare di Sondrio) risulta di circa 123 milioni di euro, con un minimo assoluto di 12 milioni e un massimo di circa 640 milioni di euro.

Nel complesso si tratta dunque di un mercato dalle dimensioni ancora ridotte e non paragonabili a quelle dell'AIM, sia in termini di numero di società che di capitalizzazione complessiva.

Relativamente alla distribuzione settoriale delle imprese che si sono quotate sull'Expandi nel periodo 2004-2006, si rileva come le aree di operatività spazino da quelle più tradizionali a quelle più innovative. In generale le società attualmente quotate sul mercato rivestono un ruolo di rilievo nel proprio settore di riferimento e hanno individuato significative opportunità di crescita e sviluppo del proprio posizionamento sul mercato. Tali opportunità trovano spesso il loro fondamento nel *know how* sviluppato, nei vantaggi competitivi, nell'esperienza maturata nel settore di riferimento, nonché nella efficacia e validità della strategia e dei modelli operativi adottati. La quotazione si inserisce, dunque, nei loro progetti di sviluppo, quale modalità per raccogliere i capitali necessari per finanziare i progetti di crescita e ottenere maggiore visibilità.

Con riferimento alla composizione della compagine azionaria, le società presentano generalmente un azionariato di tipo familiare. Le uniche eccezioni sono rappresentate da Mondo Home Entertainment, che presenta tra i soci una società quotata (Mondo TV), RGI e Kerself, entrambe partecipate in misura minoritaria da società di *Private equity* (Virtus Capital Partners e MPS Banca per l'impresa, rispettivamente).

Al fine di apprezzare il profilo economico finanziario delle società che hanno scelto di quotarsi sull'Expandi, si riporta di seguito, nelle tabelle 12 e 13, la sintesi dei principali dati economico-finanziari relativi all'ultimo bilancio chiuso prima della quotazione e al 31.12.2005.

In generale, escludendo dall'analisi le società finanziarie che presentano delle ovvie peculiarità legate alla tipologia dell'attività svolta, emerge che nonostante la dimensione ridotta del volume d'affari, le realtà che hanno optato per il mercato Expandi si caratterizzano già al momento della quotazione per dei buoni livelli di snellezza e solidità patrimoniale. Esse presentano, infatti, un buon livello di redditività e un rapporto di indebitamento contenuto.

Esula dalle finalità di questa trattazione esaminare gli impatti economico-finanziari conseguenti la quotazione, la cui analisi sarebbe tra l'altro inficiata dalla limitatezza del lasso di tempo intercorso tra la data di quotazione e il 31/12/2005. In questa sede ci limitiamo ad osservare che, confrontando i dati dell'ultimo bilancio pre IPO con quelli al 31/12/2005, emerge che la quotazione è accompagnata da una crescita del volume d'affari, da un significativo incremento del capitale investito e da un miglioramento del rapporto di indebitamento.

In definitiva è possibile affermare che, conformemente agli scopi per cui è stato creato, il mercato Expandi, è riuscito ad attrarre società di dimensioni contenute, con posizioni consolidate nei mercati di riferimento, con risultati economico-finanziari positivi e con progetti di sviluppo realistici e sostenibili.

Tabella 11. Confronto delle dimensioni dell'AIM e dell'Expandi

	AIM	EXPANDI*
Numero di società	1501	19
Capitalizzazione media	52,49 milioni di sterline	123 milioni di euro
Capitalizzazione minima	0,1 milioni di sterline	12 milioni di euro
Capitalizzazione massima	1,6 miliardi di sterline	640 milioni di euro

* nel calcolo della capitalizzazione sono state escluse la Banca Popolare di Sondrio, la Banca Popolare dell'Emilia Romagna e le due società i cui titoli sono momentaneamente sospesi dalle negoziazioni (Spoleto, Cit).

Fonte: elaborazione propria

Tabella 12. Sintesi dei principali dati economico finanziari dell'ultimo bilancio prima della quotazione

	Fatturato	EBITDA%	EBIT%	UN%	CIN	PFN	PN	D/E	ROI	ROE
Greenvision ambiente	54600	12%	7%	2%	30900	16400	14500	1,13	13%	6%
RGI	8366	36%	15%	6%	5651	2160	3491	0,62	14%	23%
Mondo Home Entertainment*	8162	11%	9%	8%	448	-344	792	-0,43	166%	84%
Bioera	33368	16%	10%	6%	21932	13355	8568	1,56	15%	24%
Monti Ascensori	15960	10%	9%	4%	7624	1761	5863	0,3	19%	12%
Caleffi	43559	12%	8%	5%	24051	10799	13252	0,81	15%	17%
Kerself	16006	15%	12%	2%	25428	17378	9050	1,92	8%	3%
Noemalife	14306	20%	15%	5%	11073	6134	4939	1,24	20%	15%
Media	24290,88	17%	11%	5%	15888	8455	7557	0,89	34%	23%
Massimo	54078	36%	15%	8%	30900	17378	14500	1,92	166%	84%
Minimo	8162	10%	7%	2%	448	-344	792	-0,43	8%	3%

* dati relativi ai primi nove mesi dell'esercizio

Tabella 13. Sintesi dei principali dati economico finanziari al 31/12/2006

	Fatturato	EBITDA%	EBIT%	UN%	CIN	PFN	PN	D/E	ROI	ROE
Greenvision ambiente	103200	10%	7%	2%	62100	33900	28100	1,21	11%	7%
RGI	13604	38%	32%	17%	10545	1210	9335	0,13	41%	25%
Mondo Home Entertainment*	22326	11%	10%	4%	804	-845	1649	-0,51	272%	52%
Bioera	48134	15%	9%	5%	36200	9800	26400	0,37	12%	8%
Monti Ascensori	18890	11%	8%	6%	14988	1210	13779	0,1	10%	8%
Caleffi	48114	11%	8%	5%	20608	3270	17338	0,2	18%	15%
Kerself	16006	15%	12%	2%	25428	17378	9050	1,92	8%	3%
Noemalife	14306	20%	15%	5%	11073	6134	4939	1,24	20%	15%
Media	35572,5	16%	13%	6%	22718,25	9007,125	13786,25	0,5825	49%	17%
Massimo	103200	38%	32%	17%	62100	33900	28100	1,92	272%	52%
Minimo	13604	10%	7%	2%	804	-845	1349	-0,51	8%	3%

* dati relativi ai primi nove mesi dell'esercizio

Tabella 14. Strutturazione delle operazioni di quotazione

Società	Struttura dell'offerta	Ripartizione dell'offerta globale			Flottante	Richieste	Proventi offerta euro mln
		Offerta pubblica	Offerta istituzionale	Collocamento privato			
Greenvision ambiente	OPS	20%	80%	0%	29,16%	3,5x	11
RGI	OPS	10%	70%	20%	12,53%	1,5x	3,6
Mondo Home Entertainment	*	n.a.	n.a.	n.a.	10,91%	n.a.	n.a.
Bioera	OPVS	15%	85%	0%	29,68%	12,6x	18,6
Monti Ascensori	OPS	0%	100%	0%	40,50%	2x	8,9
Caleffi	OPVS	25%	75%	0%	36,40%	1,9x	12,8
Tamburi	OPS	20%	35%	45%	54,40%	3,9x	90
Invest. Partners							
Apulia	OPS	30%	70%	0%	11,65%	7,36x	35,2
Prontoprestito							
Kerself	OPVS	0%	100%	0%	48,77%	2,3x	12,5
Noemalife	OPS	0%	100%	0%	21,27%	5,49x	8,10

* Assegnazione agli azionisti di Mondo TV

Fonte: dati Borsa Italiana e Prospetti informativi

Infine, per completare l'analisi delle IPO realizzate sul mercato dalla sua nascita ad oggi, sono state prese in considerazione la strutturazione delle operazioni nonché la performance registrata dai titoli. Con riferimento al primo aspetto, si rileva che, in sei dei dieci casi analizzati, la quotazione si è realizzata con un'offerta globale rappresentata solo da un aumento di capitale. In tre casi è stato realizzato sia un aumento di capitale che una vendita di azioni esistenti e in un caso l'operazione ha visto solo un'assegnazione di azioni agli azionisti del soggetto controllante. La tabella 15 permette il raffronto dei tratti essenziali delle offerte realizzate dalle diverse società.

In relazione alla performance registrata dai titoli, si osserva che nella quasi totalità dei casi, fatta eccezione per Caleffi, si è assistito al fenomeno dell'*underpricing* al primo giorno di quotazione. Per quanto riguarda la variazione del prezzo dei titoli, nella maggior parte dei casi, si osservano variazioni positive, anche se si registrano ampi differenziali di valori tra le performance di prezzo delle diverse società.

Tabella 15. Performance dei titoli quotati sull'Expandi

	Data di quotazione	Prezzo di colloc. euro	Prezzo 1° giorno di quotazione euro	Underpricing	MKT CAP 1° giorno di quotazione euro	Prezzo al 18/05/06	Performance dal 1° giorno al 18/05/06
Greenvision ambiente	14.07.04	7,00	8	14,3%	42,8	16,40	105%
RGI	25.11.04	13,00	13,5	3,85%	30,5	16,51	22%
Mondo Home Entertainment	28.02.05	1,65	2,85	72,8%	50,2	3,45	23%
Bioera	27.07.05	7,00	9,6	37,1%	85,8	11,45	19%
Monti Ascensori	27.07.05	2,00	2,38	19,0%	26,0	3,11	31%
Caleffi	09.11.05	2,80	2,76	-1,4%	34,5	3,22	17%
Tamburi Investment Partners	09.11.05	1,8	2,07	15,0%	226,4	2,21	7%
Apulia Prontoprestito	07.12.05	1,28	1,61	25,78%	374,3	2,11	31%
Kerself	18.01.06	2,50	3	20,0%	30,8	2,76	-8%
Noemalife	15.05.06	9	12,30	37%	52	10,50	-15%

Fonte: dati Borsa Italiana e Prospetti Informativi

2.5 I costi di quotazione

Il processo di quotazione è un'operazione che richiede un certo impegno della società anche in termini di costi da sostenere. Tali costi variano in misura rilevante a seconda delle necessità e delle scelte operate. Esistono infatti sensibili differenze, facilmente individuabili, connesse al grado di notorietà della società, alla modalità di accesso al mercato, nonché ai compiti di consulenza per il progetto di quotazione, che rendono differenti i carichi di lavoro degli *advisor* coinvolti, del consorzio di collocamento e della stessa società emittente. Merita tuttavia sottolineare che, sebbene l'ammontare di tali costi possa sembrare rilevante, in realtà il loro sostenimento consente di ottenere tutta una serie di benefici connessi allo status di società quotata, che ne giustifica di gran lunga l'ammontare. Piuttosto che di costi relativi alla quotazione, sarebbe, dunque, più corretto parlare di "investimenti" necessari per la quotazione.

Facendo ricorso alla più nota suddivisione dei costi legati alla quotazione, è possibile distinguere tra costi indiretti e costi diretti.

I primi sono legati alle modifiche che l'emittente deve apportare alla propria struttura e modalità di gestione per assumere lo status di società quotata e sono difficilmente valutabili, in quanto variano caso per caso a seconda della situazione di partenza in cui si trova l'impresa nel momento in cui decide di quotarsi. I secondi sono invece sostenuti in relazione agli adempimenti dell'iter di ammissione e si distinguono in costi impliciti ed espliciti. In particolare, accanto al costo implicito legato al fenomeno dell'*underpricing*, l'emittente è chiamato a sostenere due tipologie di costi espliciti, una associata ai costi di ingresso sul mercato, l'altra alla successiva permanenza sullo stesso.

Le spese legate all'ingresso sul mercato costituiscono costi che la società si trova a dover sostenere una tantum per poter ammettere i propri titoli alla negoziazione. Tali spese comprendono generalmen-

te: il costo dello *sponsor/global coordinator*, definito in modo preponderante in termini percentuali rispetto al controvalore del collocamento, il costo del *financial advisor*, che prevede una componente fissa ed indipendente dall'esito dell'operazione (*retainer fee*) ed una componente variabile ed eventualmente legata all'esito positivo dell'operazione stessa (*success fee*) definita in termini percentuali rispetto al controvalore del collocamento, il costo della società di revisione e il costo dei consulenti legali, solitamente rappresentati da un corrispettivo fisso ed indipendente dall'esito dell'operazione, i costi di comunicazione (promozione dell'immagine dell'emittente, pubblicità e comunicazione dell'operazione) ed infine le *listing fee* da corrispondere alla borsa.

In relazione al Mercato Expandi, si riporta di seguito il dettaglio dei costi di quotazione, indicati nei prospetti informativi delle società che sono state ammesse al mercato dal 2004 ad oggi.

Tabella 16. Costi di quotazione sul Mercato Expandi

	Offerta euro/000	Comm. Coll. euro/000	%offerta	Altri costi euro/000	%offerta	Totale euro/000	%offerta
Greenvision ambiente	11.000	410	3,75%	1.200	10,99%	1610	14,74%
RGI	3.600	129	3,50%	450	12,23%	579	15,73%
Mondo Home Entertainment	n.a.	n.d.	n.a.	n.d.	n.a.	662	n.a.
Bioera	18.600	743	4%	900	4,85%	1643	8,85%
Monti Ascensori	8.900	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Caleffi	12.800	478	3,75%	750	5,89%	1.228	9,64%
Tamburi Investment Partners	90.000	3.150	3,5%	650	0,72%	3.800	4,22%
Apulia Prontoprestito	35.200	1.056	3%	1.100	3,13%	2.156	6,13%
Kerself	12.500	687	5,5%	n.d.	n.d.	687	5,50%
Noemalife	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fonte: Prospetti Informativi

Come mostra la tabella 16, il totale dei costi di quotazione sostenuti dalle società quotate sull'Expandi oscilla tra il 4% e il 16% e presenta un valore medio pari a circa il 9% dell'ammontare collocato. Il mercato Expandi rappresenta un mercato d'accesso meno costoso rispetto agli altri mercati gestiti da Borsa Italiana, con risparmi dell'ordine del 25% del totale dei costi di quotazione.

La tabella 17, di seguito riportata, presenta l'ammontare dei corrispettivi richiesti da Borsa Italiana per l'ammissione dei titoli alle negoziazioni. Tali corrispettivi sono applicabili indistintamente alle società che si quotano sul MTA, MTAX e sull'Expandi e sono proporzionali al livello di capitalizzazione.

È inoltre previsto per tutte le società quotate, senza distinzione del mercato di riferimento, un "corrispettivo per apertura istruttoria" di 10.000 euro quale anticipo non rimborsabile, anche nel caso in cui la società decida di non procedere alla formalizzazione della domanda di ammissione.

Tabella 17. Corrispettivo prima quotazione per Borsa Italiana

	Corrispettivo ogni 50.000 euro di capit.	Cap	Floor
Nuove società	75 euro	500.000 euro	10.000 euro
Soc. risultanti da operazioni di fusione che coinvolgono esclusivamente emittenti già quotati	40 euro	150.000 euro	10.000 euro
Società già quotate presso borse estere	40 euro	50.000 euro	10.000 euro
Nuove categorie di azioni		5.000 euro per singola categoria	

Fonte: Borsa Italiana 2006

In relazione all'AIM il costo di ingresso sul mercato può essere stimato intorno al 8-12% dell'ammontare di risorse raccolte, un valore che è sostanzialmente in linea a quello stimato per l'Expandi.

In particolare le commissioni richieste dal *Nomad* e dal *Nominated Broker* per l'adempimento delle loro funzioni sono definite in termini percentuali rispetto al controvalore del collocamento e oscillano tra il 3% e il 5%, in relazione alla natura degli obblighi assunti.

Per quanto riguarda il sistema di tariffazione adottato dal LSE per l'ammissione dei titoli alla negoziazione sull'AIM, preme sottolineare che esso, a differenza di quello adottato da Borsa Italiana, si caratterizza per una maggiore equità nei confronti delle imprese quotate. Infatti, l'ammontare dei diritti di ammissione al mercato non dipende, correttamente, dai mezzi raccolti o dalla capitalizzazione complessiva, ma è determinato in misura fissa per tutte le imprese. La tariffa prevista per il 2006 è pari a 4.340 sterline (all'incirca 6.500 euro) e risulta dunque nettamente inferiore a quella richiesta da Borsa Italiana, il cui valore minimo, come precedentemente indicato, è pari a 10.000 euro.

Oltre ai costi di ingresso sul mercato, una volta ammessa alla quotazione, la società è chiamata a sostenere anche una serie di oneri per permanenza nelle negoziazioni. Tra questi ricordiamo le spese connesse alla certificazione dei bilanci, alla gestione dell'informativa periodica, al pagamento dei compensi da corrispondere alla società che gestisce il mercato e all'autorità di vigilanza.

A titolo esemplificativo sono state riportate nella tabella 18 le disposizioni relative al calcolo dei compensi periodici da corrispondere a Borsa Italiana.

Tabella 18. Corrispettivo semestrale da corrispondere a Borsa Italiana

	Corrispettivo ogni 50.000 euro di capit.	Cap	Floor
Società già quotate presso borse estere	6.300 euro		
Altre società	- fino a 1 mld di euro di capit.: 10,70 euro - oltre 1 mld di euro di capit.: 9,60 euro	215.000 euro	6.300 euro
Titoli sospesi a tempo indeterminato dalle negoziazioni		6.300 euro	

Fonte: Borsa Italiana 2006

Fatta eccezione per le società già quotate presso borse estere e per quelle i cui titoli sono stati sospesi temporaneamente dalle negoziazioni, il corrispettivo periodico è calcolato in misura proporzionale alla capitalizzazione delle società quotate.

Con riferimento all'AIM, il LSE richiede invece il pagamento di un corrispettivo annuale definito in misura fissa per tutte le società. Attualmente tale corrispettivo risulta paria a 4.340 sterline ed è quindi significativamente inferiore (circa il 50% su base annua) a quello richiesto da Borsa Italiana.

Infine occorre sottolineare che, oltre alle spese di permanenza precedentemente accennate, le società quotate sull'AIM sono tenute a corrispondere delle commissioni al *Nomad* e al broker, che, secondo quanto previsto dal regolamento dell'AIM, devono assistere in via continuativa le società quotate su di esso. Tali commissioni rappresentano una porzione significativa delle spese di permanenza sostenute dalle società quotate sull'AIM in quanto oscillano complessivamente tra le 30.000 e le 60.000 sterline all'anno.

In conclusione è possibile affermare che i mentre i costi di accesso al mercato sembrano essere abbastanza allineati, i costi di permanenza sono maggiori nel caso di quotazione sull'AIM, data l'elevata incidenza delle commissioni da corrispondere al *Nomad* e al *Nominated Broker* per lo svolgimento delle loro funzioni.

2.6 Il grado di liquidità del mercato

Il livello di liquidità dei titoli negoziati su un mercato rappresenta un fattore in grado di incidere in misura determinante sul successo del mercato e sulla sua attrattività nei confronti degli investitori.

Un mercato mobiliare, come noto, serve in una prima fase a favorire l'incontro tra i fabbisogni finanziari delle imprese e le esigenze di impiego degli investitori e, successivamente, a consentire il disinvestimento delle somme impiegate. È proprio in relazione a quest'ultimo aspetto, che il livello della liquidità dei titoli assume rilevanza. Un titolo può essere, infatti, definito liquido se il volume e la frequenza degli scambi su di esso effettuati sono in grado di garantire la sua concreta negoziabilità e se di conseguenza gli investitori sono in grado di monetizzare il loro investimento sostenendo dei bassi costi di ricerca della controparte e senza danneggiare il prezzo del titolo. I fattori che tradizionalmente sono posti in relazione alla liquidità di un titolo azionario sono i seguenti:

- la dimensione della società quotata: tanto maggiore è la capitalizzazione tanto più numerose saranno le transazioni;
- il numero di azioni emesse: tanto più numerose sono le azioni emesse, tanto maggiore è la dispersione delle stesse presso un numero elevato di investitori e, conseguentemente, la probabilità di realizzare scambi;
- il numero di azioni diffuse tra il pubblico: quanto più elevata è la percentuale di azioni diffuse tra il pubblico, tanto maggiore è la probabilità che avvengano negoziazioni.

Le imprese giovani in fase di crescita, a causa della limitata dimensione assoluta del patrimonio sociale, sono strutturalmente caratterizzate da fattori che riducono il livello di liquidità degli scambi. Di conseguenza, il problema della liquidità dei mercati ad esse dedicati si accentua fortemente e arriva anche ad influenzare il costo della raccolta, dal momento che l'intrinseca illiquidità dei titoli rappresenta uno specifico fattore di rischio a fronte del quale gli investitori richiedono uno sconto.

In questo paragrafo, cercheremo di analizzare il livello di liquidità che caratterizza i titoli negoziati sull'AIM e sull'Expandi, al fine di pervenire ad un giudizio sulla loro attrattività per gli investitori e dunque sulla convenienza delle imprese a quotarsi su tali mercati.

A tale scopo sono stati calcolati degli indicatori, riportati nella tabella 19, che ci permettono di apprezzare il livello liquidità dei titoli.

Tabella 19. La liquidità dei titoli negoziati

	2004		2005		gennaio-aprile 2006	
	AIM	EXPANDI	AIM	EXPANDI	AIM	EXPANDI
N.contratti/N.società	1.641	2.375	1.602	5.893	890	8.723
Controvalore/N.società	17.753.085	6.347.874	30.134.525	23.202.809	14.880.946	42.141.974
N.contratti media giorn./N.società	6	8	6	21	11	105
Controv. media giorn./N.società	69.931	23.864	119.585	86.223	181.479	505.566
Controv./Capitalizz.	57,08%	9,33%	74,46%	23,00%	28,35%	34,36%
Controv. media giorn./Capitalizz.	0,22%	0,04%	0,30%	0,09%	0,35%	0,41%

Fonte: elaborazione dati statistiche di mercato (i dati AIM sono in sterline)

Nel caso dell'Expandi, tali indicatori sono stati calcolati escludendo dal computo la Banca Popolare dell'Emilia Romagna e Banca la Popolare di Sondrio che provengono dall'ex Mercato Ristretto e rappresentano quasi l'80% della capitalizzazione complessiva del mercato, ma che non sono assolutamente assimilabili alle società che si sono quotate su di esso dopo la sua costituzione. Sono state inoltre escluse le società i cui titoli sono stati sospesi momentaneamente dalle negoziazioni.

I dati riportati nella tabella mostrano chiaramente che il mercato Expandi sta vivendo un fase di crescita intensa che si sta traducendo anche in un forte incremento della liquidità dei titoli. In effetti, nel periodo 2004-2005 si è assistito, oltre che all'aumento del numero di transazioni, anche ad un deciso incremento del loro valore medio per società, che è passato dai 6 milioni del 2004 ai 23 milioni del 2005. In altre parole, mentre nel 2004 operavano sul mercato prevalentemente investitori *retail* che effettuavano transazioni di taglia ridotta, a partire dal 2005 si è assistito all'ingresso di investitori istituzionali, che effettuano transazioni di dimensione maggiore e che in tal modo contribuiscono ad una maggiore liquidità dei titoli. Confrontando i dati dell'Expandi con quelli dell'AIM, emerge che se nel 2004 il livello di liquidità dell'AIM era ancora nettamente superiore a quello dell'Expandi, a partire dal 2005 si è assistito ad un deciso miglioramento della liquidità dei titoli dell'Expandi, che ha portato questo mercato a superare l'AIM nei primi quattro mesi del 2006. In effetti, il periodo gennaio-aprile del 2006 ha visto una eccezionale esplosione del livello di liquidità dei titoli, attribuibile oltre che all'ingresso di investitori istituzionali anche ad maggiore visibilità delle imprese e ad una maggiore copertura da parte degli analisti finanziari.

Al fine di completare l'analisi del livello di liquidità dei titoli si è proceduto anche ad analizzare il grado di volatilità degli indici di mercato (MEX per l'Expandi e del FTSE AIM *all share* per l'AIM) prendendo come riferimento il periodo 1/1/2004 – 30/4/2006. Il modello utilizzato per il calcolo della volatilità è quello della media mobile esponenziale con coefficiente λ 0,94.

Come mostra il grafico riportato in figura 18, la volatilità dell'AIM è maggiore di quella dell'Expandi. La spiegazione di ciò può essere ritrovata nella maggiore qualità delle imprese quotate sull'Expandi, che, come osservato precedentemente, si caratterizzano per un buon livello di redditività e un rapporto di indebitamento contenuto.

L'analisi dei rendimenti medi settimanali mostra inoltre che a fronte di un rendimento medio comparabile pari allo 0,33% per l'Expandi e allo 0,34% per l'AIM, il grado di rischio dei titoli quotati sull'AIM risulta maggiore di quelli quotati sull'Expandi. La deviazione standard è infatti pari all'1,14% per l'Expandi e all'1,55% per l'AIM. Da ciò si ricava che assumendo il punto di vista dell'investitore che valuta le alternative di investimento sulla base della combinazione rischio-rendimento, l'investimento sull'Expandi risulta preferibile rispetto a quello sull'AIM.



Figura 18. Volatilità degli indici di mercato a confronto
Fonte: elaborazione dati Data Stream

2.7 I vantaggi fiscali della quotazione

Un impulso rilevante per lo sviluppo e la crescita di un mercato mobiliare può derivare da una disciplina tributaria finalizzata ad introdurre agevolazioni fiscali per le aziende quotande o già quotate ovvero per gli investitori.

In questo paragrafo ci proponiamo di mettere a confronto i vantaggi di ordine fiscale derivanti dalla quotazione sull'AIM e sull'Expandi in modo da trarre delle conclusioni circa la convenienza della stessa dal punto di vista degli investitori e delle imprese.

Gli incentivi fiscali messi a punto per stimolare la crescita dell'AIM agiscono esclusivamente sul fronte della domanda, attraverso differenti modalità tecniche, riducendo l'imposizione sui guadagni da capitale e, in tal modo, incentivando l'investimento in capitale di rischio di PMI. Le agevolazioni tributarie relative all'AIM si basano, infatti, su un elemento comune: i titoli azionari quotati presso questo mercato non sono considerati, ai fini fiscali, quotati in borsa.

Sono state definite agevolazioni fiscali differenti a seconda che l'investitore sia una persona fisica o una società. In relazione al primo caso, a seconda dell'imposta interessata, è possibile distinguere agevolazioni fiscali relative alle imposte sul reddito (*Enterprise Investment Scheme* e *Income tax relief for losses on shares subscribed*), all'imposta sui *capital gain* (*CGT business asset taper relief* e *CGT gift relief*), all'imposta di successione (*Business property relief*). A queste si aggiunge una disciplina fiscale speciale a favore dei *Venture capital Trusts* (VCTs), una categoria di fondi di investimento specializzata in società "non quotate" che gode di particolari agevolazioni tributarie.

In relazione al secondo caso le agevolazioni riguardano esclusivamente le imposte sul reddito societario e sono definite dal cosiddetto *Corporate Venturist Scheme*.

Di seguito si descrivono le principali caratteristiche delle differenti forme di agevolazione a favore sia degli "individual investor" che delle società.

L'Enterprise Investment Scheme

Questo schema consente alle società emittenti abilitate di raccogliere fondi da investitori qualificati, fino ad un massimo di 16 milioni di sterline, tramite emissione di nuove azioni.

L'ottenimento delle agevolazioni tributarie collegate all'EIS richiede il rispetto di una serie di requisiti, riguardanti sia la società finanziata che l'investitore. Data la complessità delle norme previste, verranno di seguito riportati solamente i requisiti più significativi. In particolare, in merito alla società finanziata, è necessario che si tratti di una trading company non quotata, (o quotata sull'AIM) e che conservi questo status per almeno tre anni. A titolo esemplificativo, non sono ricomprese nella categoria di trading company le società che svolgono attività relative alla negoziazione di immobili, le società finanziarie e quelle i cui ricavi sono principalmente rappresentati da *royalties* e da diritti di concessione. Si richiede inoltre che la società non sia controllata da un'altra società e che le sue attività lorde non eccedano 15 milioni di sterline prima dell'investimento e 16 milioni immediatamente dopo. Non è rilevante la residenza della società ma è necessario che la maggior parte dell'attività sia svolta nel Regno Unito. L'ammissione al godimento delle agevolazioni fiscali può essere conosciuta dall'impresa anche nella fase antecedente la quotazione, in modo da consentirle di valutare ex ante l'eventuale perdita dei benefici.

Relativamente agli investitori, non sono considerate qualificate ai fini delle agevolazioni le partecipazioni azionarie superiori al 30% del capitale sociale e quelle facenti capo ai soggetti collegati all'impresa, come ad esempio i dirigenti e gli impiegati.

A condizione che l'investimento sia mantenuto per almeno 3 anni, il soggetto investitore può beneficiare dei seguenti benefici:

- detrazioni fiscali pari al 20% nel caso di investimenti fino a 200.000 sterline all'anno;
- assenza di imposizione sul *capital gain* derivante dalla prima alienazione;
- possibilità di deduzione delle perdite in conto capitale, che può limitare la perdita massima al 48% del costo per il contribuente con aliquota marginale elevata.

Non è necessario che l'investitore sia residente nel Regno Unito ma è necessario che sia un *UK tax payer*.

L'EIS prevede agevolazioni fiscali anche in caso di reinvestimento delle plusvalenze derivanti dall'alienazione dei titoli: l'investitore può differire il pagamento dell'imposta sul *capital gain* a condizione che reinvesta il guadagno di capitale fiscalmente imponibile nella sottoscrizione di nuove azioni ordinarie di una società qualificata. Non esistono limiti all'ammontare che può essere reinvestito ma è necessario che il rivestimento sia realizzato nel periodo compreso tra un anno prima e tre dopo la data in cui è sorta l'iniziale plusvalenza e che l'investitore sia residente nel Regno Unito. Tale beneficio può essere fruito anche da soggetti collegati all'impresa o che detengono una partecipazione superiore al 30% del capitale.

Income tax relief for losses

Ai sensi di questo meccanismo è consentito ad un investitore di compensare le minusvalenze derivanti dall'alienazione di titoli di società qualificate con i *capital gain* dell'anno in cui si realizza la perdita o di quello successivo.

Se la perdita deriva dall'alienazione di azioni di una trading company che soddisfa i requisiti richiesti dall'EIS, la minusvalenza può essere compensata anche con il reddito imponibile dello stesso anno o di quello precedente. Conseguentemente gli effetti finanziari di una eventuale perdita sono fortemente

ridotti, fino ad arrivare al 48% per i soggetti con aliquota marginale più elevata.

CGT business asset taper relief

Tale meccanismo è stato introdotto nel 1998 e si applica agli *individual investor* e ai trustee, residenti o meno nel Regno Unito. Esso consiste in una riduzione del *capital gain* tassabile che varia a seconda della durata e del carattere (*business/non business asset*) dell'investimento. In particolare, gli investimenti in azioni di società qualificate quotate sull'AIM sono considerati come *business asset* e consentono una riduzione significativa della frazione di plusvalenza tassabile che permette di ridurre al 10% l'aliquota effettiva per i soggetti con aliquota marginale elevata, dopo un periodo di investimento di almeno due anni. Ai fini dell'ottenimento di tale beneficio non rileva la residenza della società ma si richiede che quest'ultima sia una trading company non quotata che svolga *non trading activities* in misura inferiore al 20%. Infine, a differenza delle altre agevolazioni fiscali, come ad esempio l'EIS, tale meccanismo è applicabile sia al caso di sottoscrizione che di acquisto di azioni sul mercato.

CGT gift relief

Nel caso di trasferimento di azioni di una società quotata sull'AIM, che non si configura come una *arm's length transaction*, la relativa plusvalenza può essere sospesa fino al momento dell'eventuale alienazione da parte del cessionario. Ai fini del *CGT business asset taper relief* non si tiene conto del periodo di possesso delle azioni da parte del cedente ma il computo del periodo di possesso ricomincia daccapo a partire dalla data del trasferimento. Tale meccanismo risulta utile per i passaggi di azioni all'interno del nucleo familiare e si applica anche per le azioni delle società non residenti nel Regno Unito.

Inheritance Tax

Opportunità di pianificazione patrimoniale possono scaturire dall'investimento in società non quotate qualificate ai fini delle agevolazioni sul patrimonio aziendale. Il valore dei titoli quotati sull'AIM non concorre alla formazione della base imponibile rilevante ai fini dell'imposta di successione a condizione che l'investitore sia residente nel Regno Unito e che le azioni siano state detenute per almeno due anni.

Venture capital Trusts

Si tratta di società quotate operanti come fondi di investimento ai sensi dell'*Inland Revenue*. I VCTs devono effettuare investimenti in azioni di nuova emissione di società abilitate per un ammontare pari ad almeno il 70% degli investimenti complessivi realizzati entro tre anni dalla costituzione. Le società abilitate possono raccogliere da un VCT fondi fino ad un massimo di un milione di sterline e, in ogni caso, per una quota non superiore al 15% del totale degli investimenti effettuati dal VCT. Le società abilitate ai fini di questo programma coincidono con quelle dell'EIS ma a differenza di queste ultime possono quotarsi sul mercato principale senza pregiudicare il loro status di società abilitate per 5 anni.

Per quanto riguarda gli investitori, la sottoscrizione o l'acquisto di azioni ordinarie di VCTs, fino ad un massimo di 200.000 sterline all'anno, danno diritto ai seguenti benefici:

- esenzione dalle imposte sui dividendi percepiti dal VCT;
- esenzione dall'imposta sui *capital gain* scaturenti dall'alienazione di azioni dei VCTs;
- inoltre la sottoscrizione di nuove azioni ordinarie emesse di VCTs, fino ad un massimo di 200.000 sterline all'anno, permette una riduzione dell'imposta sul reddito pari al 40% dell'ammontare investito se le azioni sono detenute per almeno tre anni.

Corporate venturing scheme

Si tratta di uno schema di incentivazione fiscale introdotto per incoraggiare le società (*investing companies*) ad investire nel capitale azionario delle piccole e medie imprese e quindi favorire la nascita e lo sviluppo di ampie relazioni di collaborazione. Tale schema è per molti aspetti assimilabile all'EIS descritto in precedenza. In effetti sono riscontrabili numerose somiglianze sia nei requisiti richiesti alla società finanziata che nei vantaggi fiscali previsti per gli investitori.

In relazione al primo punto, si rimanda dunque a quanto esposto precedentemente a proposito dell'EIS. A tali requisiti si aggiunge quello che la società finanziata non deve avere una relazione di partnership o far parte di una *joint venture* con un'altra società.

Per quanto riguarda la società investitrice, a condizione che essa non sia stata istituita allo scopo principale di realizzare transazioni di carattere finanziario e che essa non controlli o acquisisca più del 30% dei diritti di voto/azioni ordinarie della società finanziata, sono previste le seguenti agevolazioni:

- riduzione dell'imposta sul reddito pari al 20% dell'ammontare investito a patto che le azioni siano detenute per almeno tre anni;
- possibilità di deduzione delle perdite in conto capitale;
- possibilità di differire il pagamento dell'imposta sui *capital gain* se questi, o una parte di essi, sono reinvestiti in un'altra società che rispetta i requisiti per l'applicazione del CIS, nel periodo compreso tra un anno prima e tre dopo la data in cui è sorta l'iniziale plusvalenza.

Quando riportato mostra chiaramente l'ampiezza dei benefici fiscali previsti al fine di incentivare l'investimento nel capitale di rischio delle imprese quotate sull'AIM. La presenza di tali benefici rappresenta uno dei vantaggi distintivi del mercato e ha contribuito in misura rilevante al suo successo.

Per quanto riguarda il caso italiano, una serie di agevolazioni, sia sul lato dell'offerta che sul lato della domanda, sono state previste dalla manovra finanziaria per il 2004. In particolare, sul lato dell'offerta, tale manovra ha istituito uno speciale regime che prevede due tipologie di agevolazioni:

una riduzione del 13%, per tre anni, dell'aliquota dell'imposta sui redditi delle società ammesse a quotazione tra il 2 ottobre e il 31 dicembre 2004.

la deduzione per un anno dall'imponibile di un importo corrispondente alle spese sostenute per ottenere l'ammissione alla quotazione.

Tuttavia, dopo aver compiuto un'approfondita indagine aperta nel febbraio 2004, la Commissione europea ha rilevato che il regime previsto dall'Italia falsa la concorrenza all'interno della comunità in quanto si applica ad un numero ristretto di società, quelle in grado di farsi ammettere alla quotazione nell'arco del breve periodo di tempo previsto dalla legge che lo ha istituito, e costituisce un aiuto di funzionamento al favore di alcune imprese italiane a più rapida crescita. Poiché ha dato esecuzione all'aiuto senza la previa autorizzazione della Commissione europea, l'Italia dovrà recuperare gli aiuti di cui i beneficiari abbiano già illegittimamente usufruito.

Per quanto riguarda invece i benefici fiscali a favore degli investitori, sempre la legge finanziaria del 2004 ha previsto delle agevolazioni, tuttora valide, per i fondi specializzati in *mid&small cap*.

In dettaglio l'articolo 12 consente una riduzione dell'aliquota dell'imposta per gli OICVM specializzati in società quotate di piccola e media capitalizzazione. Tale riduzione risulta essere del 7,5% portando l'aliquota sui *capital gain* al 5% nell'ipotesi di investimento diretto in un fondo dedicato *mid&small cap*. Tale riduzione è possibile nel caso in cui il regolamento del fondo preveda che non meno dei due terzi del relativo attivo siano investiti in azioni, ammesse alla quotazione nei mercati regolamentati degli Stati membri dell'Unione europea, di società di piccola e media capitalizzazione e, decorso il periodo di un

anno dalla data di avvio, il valore dell'investimento sia pari, nel corso dell'anno solare, ai due terzi del valore dell'attivo per più di un sesto di giorni di valorizzazione del fondo; il valore dell'attivo è rilevato dai prospetti periodici del fondo al netto dell'eventuale risparmio d'imposta, ricollegabile ai risultati negativi della gestione, contabilizzato nei prospetti medesimi. Si intende in questo modo sviluppare una domanda professionale che investa in modo efficiente nelle piccole e medie imprese italiane. La norma per società di piccola o media capitalizzazione intende le società con capitalizzazione non superiore a 800 milioni di euro determinata sulla base dei prezzi relativi all'ultimo giorno di quotazione di ciascun trimestre solare.

In conclusione la disciplina attualmente in vigore in Italia risulta essere di portata decisamente inferiore rispetto a quella del Regno Unito. Tale situazione fa sì che, dal punto di vista dei vantaggi fiscali, la quotazione sull'AIM risulti di gran lunga più conveniente di quella sull'Expandi.

CONCLUSIONI
(di Dallochio M., Dell'Acqua A.)

Nel corso del presente lavoro si è cercato di evidenziare i principali tratti distintivi dell'AIM e dell'Expandi, al fine di valutare la loro effettiva capacità di fornire una risposta efficace alle esigenze di finanziamento manifestate dalle piccole medie imprese.

I risultati dell'analisi condotta sono stati sintetizzati nella tabella di seguito riportata che presenta una valutazione comparata delle caratteristiche dei due mercati oggetto di analisi.

Tabella 19. La liquidità dei titoli negoziati

	Dimensione	Accessibilità	Volatilità	Liquidità	Ben. fiscali	Costi
Aim						
Expandi						

Come sottolineato, si tratta di due mercati che si caratterizzano per una profonda differenza nel grado di sviluppo raggiunto. Infatti, mentre l'AIM è un mercato che conta sul suo listino più di 1.500 imprese e che dalla sua nascita ad oggi ha raccolto quasi 30 miliardi di sterline, l'Expandi è un mercato di recente istituzione, ma che ha ancora un elevato potenziale da realizzare.

L'analisi dei requisiti di accesso e delle caratteristiche del processo di quotazione ha evidenziato che l'AIM si caratterizza per una maggiore apertura e snellezza delle procedure rispetto all'Expandi. Nel definire le regole di accesso al mercato Borsa Italiana ha, infatti, preferito effettuare una scelta prudentiale che mira a favorire l'accesso sul listino ma a dare al contempo garanzie di qualità al risparmiatore: vengono accettate sul listino dell'Expandi soltanto le società che possono presentare almeno due anni di bilanci e che presentano conti in utile e un rapporto di indebitamento contenuto. La scelta prudentiale di Borsa italiana esclude di fatto la possibilità di quotazione per le *start up* che è invece possibile sull'AIM. L'ammissione alla quotazione sul mercato britannico non richiede, infatti, che siano rispettati requisiti in termini di capitalizzazione minima, flottante e *track record* positivo. La valutazione dell'idoneità della società ad essere ammessa sul listino viene demandata al *Nomad*, in linea con la filosofia di fondo del mercato che tende a dare più importanza alla professionalità e alla cultura di mercato degli intermediari coinvolti nel processo di quotazione, piuttosto che alle norme e agli obblighi regolamentari. La crescita eccezionale che ha interessato l'AIM negli ultimi anni ha accentuato ulteriormente l'importanza del ruolo svolto dagli intermediari. Spetta, infatti, ad essi svolgere un'adeguata selezione delle imprese che fanno domanda di quotazione, in modo da garantire la qualità delle imprese presenti sul listino e salvaguardare la reputazione del mercato.

Come sottolineato, uno dei principali fattori che ha contribuito all'eccezionale crescita dell'AIM è stata la presenza di un ampio spettro di benefici fiscali a favore degli investitori. L'assenza di adeguati benefici fiscali è, invece, una delle principali carenze del mercato italiano e per il futuro sarebbe auspicabile la messa a punto di un regime in grado di aumentare la competitività della borsa italiana rispetto alle borse estere, dato l'intensificarsi della competizione su scala europea.

Relativamente alla liquidità dei titoli negoziati sul mercato, l'analisi effettuata ha mostrato che il mercato Expandi si caratterizza per dei buoni livelli di liquidità, che al momento superano quelli raggiunti dal mercato londinese. Questo è un importante elemento che, unito alla maggiore visibilità garantita da un listino meno affollato, dovrebbe dare un impulso alla crescita del mercato.

Negli ultimi anni due il mercato Expandi è stato protagonista di un notevole successo e si è mostrato in grado di soddisfare le esigenze delle imprese che lo hanno scelto come mercato di quotazione. Le ammissioni su di esso realizzate hanno attirato mediamente domande pari ad oltre quattro volte i titoli offerti e nella quasi totalità dei casi si è assistito ad un incremento significativo del valore del titolo. Per il 2006 si attende un'ulteriore crescita del numero di ammissioni. Per i prossimi anni è lecito aspettarsi che l'Expandi assumerà una posizione di rilievo nel mercato azionario italiano. Il bacino di imprese italiane di piccola-media dimensione che hanno i requisiti per entrare in borsa è, infatti, molto ampio e una ricerca condotta da Borsa Italiana ha mostrato che sta aumentando la propensione a quotarsi da parte delle imprese ed inizia ad essere presente un deciso riconoscimento dei vantaggi che possono essere offerti dall'accesso al mercato azionario.

Sebbene le prospettive di crescita del mercato siano evidenti, l'attività da svolgere per colmare il divario in termini di numerosità di società quotate e diversificazione geografica rispetto al mercato londinese è ancora intensa ed importante. Nonostante la forte presenza del risparmio gestito, troppo pochi sono in Italia i fondi comuni che investono esclusivamente in piccole imprese (una ventina a fronte dei 122 inglesi e 60 tedeschi). Importante per lo sviluppo del mercato azionario sarà dunque la crescita del loro numero, che potrà essere favorita tramite l'introduzione di vantaggi fiscali più ampi di quelli previsti dalla normativa attuale.

Fondamentale per incrementare il numero di società presenti sul listino sarà lo svolgimento di un'intensa attività di marketing e di comunicazione delle opportunità offerte da Borsa Italiana ed in particolare dal mercato Expandi.

Tale attività dovrà essere svolta non solo nei confronti delle imprese italiane, ma anche di quelle estere, in modo da dare una spinta all'internazionalizzazione del mercato. Al tal fine si potrebbero introdurre dei meccanismi di quotazione semplificati per le imprese straniere, come fatto dall'AIM, oppure creare delle partnership con altre borse soprattutto dei paesi dell'Est.

In conclusione non ci resta che auspicarci che nel prossimo futuro saranno attuati gli interventi necessari per far sì che l'Expandi possa realizzare il suo alto potenziale e acquisire una posizione di rilievo nel contesto nazionale ed europeo.

BIBLIOGRAFIA

- Ahern L. (2006), *Protecting the investors' interests*, «Accountancy magazine» March 2006: 60.
- AIFI (1° semestre 2005), *Analisi del mercato italiano del Private equity e Venture capital*. www.aifi.it
- AIFI *Yearbook* (2000-2005), www.aifi.it
- *AIM sees record increase in funds despite slowdown in admissions*. «Financial Director», May 2006: 58
- *AIM to deregulate?* (2003), «European Venture capital Journal» (103): 5.
- *AIM: room for improvement* (2004), «European Venture capital Journal» (113): 9.
- *AIM'S international ambition* (2004), «European Venture capital Journal» (117): 16
- Allchorne T. (2006), Floating rubbish, «European Venture capital Journal», Review of the Year: 48-5.
- Allchorne, T. (2005), A tale of Two markets, «European Venture capital Journal», Supplement: 22-27.
- Barbieri F., *Il Private equity moltiplica gli addetti*, «Il Sole 24 Ore», *Speciale Private equity 2005-06*, 02/01/2006
- Bartram P. (2006), *New regulations target AIM*, «Financial Director»: 13-15.
- Beazant G. (2005), *Market movers*, «Management» 9 November 2005: 27-28.
- Blake J. e Daghljan J. (1996), *AIM and EASDAQ: the new enterprise markets*. London: FT Law & Tax.
- Borsa Italiana (1998-2005), *Fatti e cifre*. www.borsaitalia.it
- Borsa Italiana (1998-2005), *Sintesi mensili*. www.borsaitalia.it
- Borsa Italiana (1998-2005), *Statistiche mercati*. www.borsaitalia.it
- Borsa Italiana (1998-2005), *Statistiche storiche*. www.borsaitalia.it
- Borsa Italiana. *Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana*, in vigore dal 22 maggio 2006. www.borsaitalia.it
- Borsa Italiana, *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana*. In vigore dal 22 maggio 2006. www.borsaitalia.it
- BVCA (2004), *The economic impact of private equity in the UK*. www.bvca.co.uk
- BVCA (2005), *Private equity: a UK success story*. www.bvca.co.uk
- BVCA (2005), *The economic impact of Private equity in the UK*. www.bvca.co.uk
- Caselli S. e Gatti S. (2004), *Venture capital: a Euro-system approach*. Berlin: Springer.
- Cerizza M. A. *Gazzette europee dal 29/3 al 4/4*, «Il Sole 24 Ore», *Norme e tributi*. 10/04/06
- Changes ahead for AIM (2006), «European Venture capital Journal» (129): 8
- Clatworthy M. e Pell M. (1997), *The characteristics of new equity markets for SMEs*, «Journal of Small Business and Enterprise Development», 5 (1): 79-92.
- Consob, *Decreto Legislativo n. 58 – Testo Unico della Finanza* (integrato con le modifiche apportate dalla Legge n. 262 del 28.12.2005 – Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari)
- Consob, *Regolamento Consob n. 11768 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e del decreto legislativo 24 giugno 1998, n. 213 in materia di mercati* – (Testo integrato e aggiornato a novembre 2005).
- Consob, *Regolamento Consob n. 11971 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti* – (Testo integrato e aggiornato a novembre 2005).
- D'angerio V., *Tutte le regole da seguire per attirare nuovi fondi*, «Il Sole 24 Ore», *Speciale Private equity 2005-06*. 08/01/2006
- Dalle Vedove F., Giudici G. e Randone P. (2005), *The evolution of Initial Public Offerings in Italy*, Borsa

- Italiana. Bit Notes n. 13. www.borsaitalia.it
- Dell'Acqua A. e Previtero A., *I venture capitalist italiani. Chi sono, cosa fanno e cosa vogliono*, «Economia & Management» 2/2006.
- DLA Piper Rudnick Gray Cary (2005), *Joining AIM*. www.dlapiper.com
- Etro L.L., Cenciarini R. A., Dallochio M. e Dell'Acqua A., (2005), *Finanza e Crescita della Piccola e Media Impresa in Lombardia: stato dell'arte e idee per il futuro*. Milano, Confindustria Lombardia.
- Etro L.L., Dallochio M., Dell'Acqua A., Ligresti G. e Rovetta B. (2006), *Brand italiani. Sviluppo e finanziamento*. Milano, EGEA.
- EVCA (2005), *Fulfilling the promise of Venture-backed high potential companies*. www.evca.com
- EVCA Barometer (2001-2006)
- EVCA Yearbook (2000-2004). www.evca.com
- EVCA. *Preliminary Activity figures 2005*
- EVCA. *Preliminary Performance figures 2005*
- Fabrizi P. L. (a cura di) (2003), *L'economia del mercato mobiliare*. Milano: Egea.
- Forestieri G. e Mottura P. (2002), *Il sistema finanziario*. Milano: Egea.
- Franzosi A. e Pellizzoni E. (2003), *La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane*. Borsa Italiana. Bit Notes n. 7. www.borsaitalia.it
- Franzosi A. e Pellizzoni E. (2005), *Gli effetti della quotazione. Evidenza dalle mid e small cap italiane*. Borsa Italiana, Bit Notes n. 14. www.borsaitalia.it
- Frontoni G. Capuano, *Una spinta alla quotazione dell'equiparazione del debito al costo dell'equity*, «ItaliaOggi7», *Finanza e PMI*. 25/04/2005
- Gandullia L. (2004), *Tassazione e sviluppo del mercato dell'equity per le PMI. Ruolo e disegno delle agevolazioni fiscali*. Borsa Italiana. Bit Notes n. 10. www.borsaitalia.it
- Gervasoni A. (a cura di) (1999), *Finanziare l'impresa*. Milano: Il Sole 24 Ore: Milano.
- Gervasoni A. e Satin F. (2004), *Private equity e Venture capital*. Milano: Guerini e Associati.
- Gervasoni A., Novello P. e Del giudice R. (2002), *Sviluppo d'impresa e mercato finanziario*. Milano: Guerini e Associati.
- Growth Company Investor, *Institutional Investors in AIM 2005*.
- Indaimo A. e Simpson B., Italy: reasons to take AIM. *Legal Week*, 30/06/2005
- Leonelli M., Fra piccole e medie imprese e borsa un rapporto a volte difficile, *Incontri* n. 857/2006
- London Stock Exchange (2005), *A guide to AIM tax benefits*, www.londonstockexchange.com
- London Stock Exchange (2005), *A guide to AIM tax benefits. Non UK companies*, www.londonstockexchange.com
- London Stock Exchange (2005), *A practical guide to listing*, www.londonstockexchange.com
- London Stock Exchange (2005), *AIM rules – Consultation*, www.londonstockexchange.com
- London Stock Exchange (2005), *AIM rules for companies*, www.londonstockexchange.com
- London Stock Exchange (2005), *AIM: the most successful growth market in the world*, www.londonstockexchange.com
- London Stock Exchange (2005), *Joining AIM. A professional handbook*, www.londonstockexchange.com
- London Stock Exchange (2005), *New status same AIM*, www.londonstockexchange.com
- London Stock Exchange (2006), *AIM fees for companies and Nominated Advisers*. www.londonstockexchange.com
- London Stock Exchange, (1995 – 2006) *AIM market statistics*, www.londonstockexchange.com
- M.N., *Il listino inglese chiama le PMI europee*, «Il Sole 24 Ore», *Finanza e mercati*. 05/10/2005

- Marchesi L. e Pollice D., *Un anno d'oro per i collocamenti*, «Il Sole 24 Ore», *Speciale matricole 2006*. 16/04/06
- Marchesi L., *Ipotesi di quotazione per Arkimedica e Antichi Pellettieri*, «Il Sole 24 Ore», *Finanza e Mercati*. 25/02/2006
- Micheli E., *Una formula made in Italy cerca spazio sull'AIM di Londra*, «Il Sole 24 Ore», *Finanza e Mercati*. 25/02/2006
- MO.D., *In Italia il Private equity stenta ancora a prendere quota*, «Il Sole 24 Ore», *Speciale Private equity 2005-06*. 08/01/2006
- N.T., *Sugli aiuti in borsa arriva l'ultimo no*, «Il Sole 24 Ore», *Norme e Tributi*. 17/03/2005.
- Neveling N. (2006), *Advisers back Aim despite scandals*, «Accountancy Age»: 9
- Niada M., *Londra polo delle PMI quotate*, «Il Sole 24 Ore», *Finanza e mercati*. 14/01/2006.
- Onado M. (1992). *Economia dei sistemi finanziari*, Bologna: Il Mulino.
- Orlando L., *AIM, arrivano Epipoli e Intratec*, «Il Sole 24 Ore», *Finanza e mercati*.
- Orlando L., *L'Italia verso il raddoppio sull'AIM*, «Il Sole 24 Ore», *Finanza e mercati*. 17/01/2006.
- Orlando L., *La concorrenza non spaventa Piazza Affari. Sull'Expandi molta liquidità e pochi rischi per chi investe*, «Il Sole 24 Ore», *Finanza e Mercati*, 17/01/06
- Osborne Clarke (2005), *Is AIM the new NASDAQ?*, www.osborneclarke.com
- Oxford Analytica (2005), *Assessment of the economic benefits and opportunities for a pan-european growth market*.
- Paleari S., Pellizzoni E. e Vismara S. (2005), *A comparative study of Initial Public Offerings in Italy and in the United Kingdom*, Borsa Italiana. Bit Notes n. 15. www.borsaitalia.it
- Parrini L. (2006), *Il mercato Expandi*. Milano: Ipsoa
- Pau F., *Expandi calamita nuovi capitali*, «ItaliaOggi7», *Finanza e PMI*. 25/04/2005
- Pauletto L. (2000), *I mercati ufficiali italiani dei valori mobiliari*. Torino: G. Giappichelli editore.
- Pearson C. (2005), *Take AIM for a new future*, «Cater & hotelkeeper» 195 (4404): 50-51.
- Pellizzoni E. (2002), *Le potenzialità di crescita del numero di società quotate in Borsa*. Borsa Italiana. Bit Notes n. 6. www.borsaitalia.it
- Perrin S. (2004), *Changes to market status offer listing alternatives*, «Financial Director October 2004»: 47
- Perrini, F. (1999), *Le nuove quotazioni alla borsa italiana. Evidenze empiriche delle PMI*. Milano: Egea.
- Perrini, F. (2000), *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI*. Milano: Egea.
- Petrella G. (1997), *I nuovi secondi mercati europei*. Milano: Egea.
- Petrella G. (2001), *Sistemi finanziari e finanziamento delle imprese innovative. Profili teorici ed evidenze empiriche dall'Europa*. Quaderni ref. n. 4/maggio 2001
- Prempeh, N. (2006), *AIM under fire as cash shells breach LSE rules*, «Accountancy Age»: 8.
- Prinsent Masons (2005), *Market Abuse Directive. UK implementation on 1 July 2005*. www.pinsentmasons.com
- Regalli, M. (2000), *La quotazione delle small cap ed il ruolo degli intermediari*. Torino: G. Giappichelli editore.
- S.MO., *Venture capital alla carica*, «Il Sole 24 Ore», 23/08/2005
- Sarci E., *Piccole matricole all'estero*, «Il Sole 24 Ore», *Finanza e Mercati*. 06/03/2006
- Sardi G. (2005), *Mercato Expandi: il listino su misura per le piccole e medie imprese*. Borsa Italiana. www.borsaitalia.it
- Sau L. (2003), *Gli effetti del Venture capital sulle gerarchie di finanziamento delle imprese innovative*. Facoltà di economia. Università del Piemonte Orientale
- Sharpe W. (1981), *Investments* (second edition). Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice – Hall Inc.
- Sormani A. (2005)



CONFINDUSTRIA
Giovani Imprenditori

PARTE III

IL SOSTEGNO PUBBLICO ALL'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE IMPRESE ITALIANE

* Ombretta Pettinato è Assistant Professor dell'Area Finanza Aziendale e Immobiliare della SDA Bocconi e Professore a contratto di Finanza Internazionale presso l'Università Bocconi di Milano

A cura di
Renzo A. Cenciarini
Leonardo L. Etro
Ombretta Pettinato*

INTRODUZIONE (di R. A. Cenciarini)

La necessità del sostegno pubblico all'internazionalizzazione delle imprese italiane

In una fase storica in cui le barriere al commercio e alla competizione internazionale sembrano essere divenute sempre più deboli, le imprese hanno la possibilità di sfruttare opportunità economiche importanti, intervenendo sui mercati internazionali tramite lo scambio commerciale e attraverso la delocalizzazione produttiva. Allo stesso tempo le aziende si trovano tuttavia a dover fronteggiare una concorrenza ancora maggiore, tale da creare seri problemi all'esistenza stessa delle imprese e da rendere necessario un ripensamento della strategia aziendale. Questa crescente globalizzazione obbliga l'Italia e l'Europa in genere a creare una strategia di crescita e di sviluppo del proprio tessuto produttivo, finalità che è possibile raggiungere solo attraverso la messa in atto di riforme, che pongano l'attenzione sulla crescita economica, la competitività e l'occupazione, il tutto in un quadro di sostenibilità ambientale e sociale.

Un contesto del genere coinvolge i soggetti economici in maniera diversa in base alla loro collocazione geografica. Nell'ultimo quinquennio in particolare l'UE ha registrato tassi di crescita del PIL e del commercio con l'estero positivi, ma nettamente inferiori a quelle delle altre aree mondiali (soprattutto se confrontati con l'Asia orientale o con l'Europa dell'est) e, all'interno della zona europea, l'Italia ha mostrato le maggiori difficoltà, a causa di una crescita economica modesta, frutto, tra l'altro, di una certa incapacità delle imprese italiane di cogliere le opportunità concesse dall'apertura dei mercati internazionali da una parte, e, dall'altra, della scarsa attrattività dell'Italia per i soggetti esteri che potrebbero effettuare investimenti nel nostro Paese.

Le piccole e medie imprese italiane si trovano così a doversi confrontare con un mercato nuovo, attraente, ma ricco di insidie, verso il quale sembra che tutti abbiano il dovere di rivolgersi. Spesso tuttavia molte PMI intervengono sul mercato internazionale impreparate, prescindendo dalla reale utilità economica dell'operazione, quasi con l'unico scopo di seguire una sorta di "corrente del momento".

In tale contesto, in cui l'Europa cerca di accrescere la propria competitività internazionale e di ridurre la disoccupazione, è necessario che le imprese siano adeguatamente sostenute dalle politiche pubbliche, in modo tale da potersi esprimere al meglio come motore dell'innovazione, della competitività e della creazione di posti di lavoro. Si rende così necessario l'intervento pubblico a sostegno dell'internazionalizzazione del sistema italiano. Se infatti le imprese del made-in-Italy non intendessero rivolgere i propri sforzi economici verso i mercati emergenti, sarebbe l'intera economia italiana a ritrovarsi, nel giro di pochi anni, in una situazione di forte crisi. Lo stesso scenario si arriverebbe tuttavia a disegnare nel caso in cui le imprese italiane si rivolgessero all'estero, ma senza una strategia e senza le risorse necessarie a farlo in maniera adeguata. Lo Stato deve quindi cercare di creare e gestire uno spettro di strumenti atti a garantire alle imprese la reale possibilità di avviare un proprio rapporto commerciale con soggetti stranieri.

Il Governo cerca di sostenere l'internazionalizzazione aziendale con mezzi dalle diverse finalità. Le tipologie di intervento sono così costituite ora da attività di indirizzo e coordinamento (necessarie ad esempio per stabilire le priorità strategiche del sostegno pubblico e per gestire gli equilibri fra le misure di supporto all'internazionalizzazione e altre forme di aiuto alle imprese), ora da un'attiva assistenza

alle imprese, (con servizi aventi ad oggetto il trasferimento di informazioni di varia natura alle aziende, il monitoraggio continuo dei mercati esteri e delle opportunità presenti negli stessi, la promozione dell'azienda sui mercati internazionali, ...), ora da una reale incentivazione fiscale e finanziaria (attuata in vario modo dallo Stato e da Enti pubblici). Oltre che adeguati, è necessario che tali strumenti siano facilmente individuabili ed utilizzabili dalle PMI italiane, le quali dovranno avere concretamente la possibilità di venire a conoscenza e di usufruire degli stessi, in maniera continuativa negli anni.

CAPITOLO 1. ANDAMENTO MONDIALE DI PRODUZIONE E SCAMBI

(di R.A. Cenciarini, O. Pettinato)

1.1 La situazione economica internazionale dal 2000 ad oggi

Dopo i livelli minimi registrati nel 2001, a partire dal 2002, l'economia mondiale ha intrapreso una continua accelerazione, tuttora in atto. Se consideriamo infatti come proxy del tasso di crescita del prodotto mondiale l'aggregazione dei prodotti interni lordi dei singoli Paesi, dopo averli convertiti in dollari ai tassi di cambio di mercato, si può osservare dalla Tabella 1 come la crescita media del PIL sia passata dall'1,8% nel 2002 al 3,4% nel 2005. Sebbene nel 2005 tale crescita abbia subito un certo rallentamento rispetto all'anno precedente, le previsioni sono positive anche per il 2006 e per il 2007. Nel 2006 infatti il trend positivo dovrebbe assestarsi attorno al 4,6% e, nel 2007, attorno al 4,3%, tassi superiori a quelli registrati negli anni immediatamente precedenti.

In questo contesto favorevole, l'Unione Europea risulta essere in controtendenza, dal momento che i suoi tassi di crescita risultano inferiori a quelli degli altri continenti: nel 2005, ad esempio la crescita europea è risultata dell'1,3%, contro tassi che vanno dal 3,5% negli USA, al 4,3% in America Latina, al 5,9% in Medio Oriente, al 5,2% in Africa, fino ad arrivare ai livelli record dell'area asiatica, pari al 9.9%.

Tabella 1. Crescita del PIL a prezzi costanti per area geoeconomica – 2002/2005

Paesi	Prodotto interno lordo			
	2002	2003	2004	2005
Mondo	1,8	2,7	4,0	3,4
Economie avanzate	1,6	2,0	3,3	2,7
UE	0,9	0,7	2,0	1,3
USA	1,6	2,7	4,2	3,5
Giappone	0,1	1,8	2,3	2,7
Paesi asiatici di nuova industrializzazione	5,3	3,2	5,8	4,6
Altre	3,8	2,5	4,6	3,7
Paesi in via di sviluppo	5,1	6,7	7,6	7,2
Africa	3,6	4,6	5,5	5,2
Europa centro orientale	4,4	4,7	6,5	5,3
CSI	5,3	7,9	8,4	6,5
- Russia	4,7	7,3	7,2	6,4
Paesi asiatici in via di sviluppo	7,0	8,4	8,8	8,6
- Cina	9,1	10,0	10,1	9,9
- India	4,2	7,2	8,1	8,3
Medio Oriente	4,3	6,6	5,4	5,9
America Latina	0,0	2,2	5,6	4,3

Fonte: FMI, World economic outlook database (apr. 2006)

in Cina e 8,3% in India. Anche nel 2006 l'Unione Europea dovrebbe arrivare ad avere una crescita inferiore alle altre aree, soprattutto a causa dei rischi legati all'andamento del mercato del petrolio¹. Nonostante ciò, le prospettive mondiali risultano favorevoli e il gap dei tassi dovrebbe ridursi fino ad un tendenziale allineamento con i valori dell'America. Alla base di tale problema sembra esserci anche il divario sfavorevole di produttività che si è andato accumulando nella seconda metà degli anni Novanta; fino ad allora, infatti, la crescita europea era risultata anche superiore a quella americana, ma, successivamente, la tendenza si è esattamente invertita, soprattutto a causa del notevole vantaggio acquisito dagli USA nei prodotti per l'informatica e nelle telecomunicazioni.

Se spostiamo l'attenzione sugli scambi internazionali di beni e servizi, notiamo che essi hanno mantenuto un profilo analogo a quello della produzione, aumentando costantemente a partire dal 2003, con valori pari al 10% in volume nel 2004 e del 7,4% nel 2005. Questi valori misurano approssimativamente la velocità del processo di integrazione dei mercati internazionali e, dal momento che risultano in linea con i tassi fatti registrare in media negli anni Novanta, mostrano una ripresa importante rispetto ai bassi valori dei primi anni di questo decennio.

Nell'intraprendere un'analisi sulla situazione degli scambi a livello mondiale è importante concentrarsi almeno su tre aspetti dell'economia internazionale in grado di mostrare quali siano le tendenze e le dinamiche di lungo periodo dell'economia stessa: esportazioni, importazioni ed investimenti diretti all'estero (IDE).

Le *esportazioni* mondiali di beni e servizi commerciali risultano essere più dinamiche del tasso di crescita del prodotto mondiale. La Tabella 2 mostra chiaramente che, dopo un periodo difficile, dal 1995 al 2001, anni in cui le esportazioni mostravano una crescita limitata se non addirittura negativa (come è stato per il 1998 con una riduzione dell'export mondiale dell'1 per cento e per il 2001 dove, a seguito dei noti eventi terroristici, la riduzione è stata del 3,3 per cento), a partire dal 2002 fino al 2004, è stato possibile rilevare una tendenza positiva ed in aumento, pari al 5,2 per cento nel 2002, al 16,1 per cento nel 2003 e al 21,26 per cento del 2004 e al 12,64%, il tasso più elevato degli ultimi venticinque anni, segnale di una risposta forte alla situazione critica venutasi a creare nei rapporti internazionali. Nonostante il 2005 abbia fatto registrare un deciso rallentamento (l'export si è infatti attestato a 12,8 miliardi di dollari, pari cioè ad una crescita del 12,64%), tale risultato non dovrebbe preoccupare particolarmente, dal momento che il valore risulta comunque nettamente al di sopra dei valori degli anni precedenti. Una delle cause principali dell'interruzione dell'export che aveva caratterizzato l'ultimo decennio è dovuta all'esportazione di beni, che è stata caratterizzata da rallentamenti sia con riguardo alle componenti di prezzo sia di quantità.

Nel 2005 la maggiore crescita dal punto di vista dei volumi si è avuta nell'area asiatica e in quella dell'America meridionale, con tassi pari rispettivamente al 9,7 e al 10 per cento, ma con picchi del 20 per cento in Cina e Singapore. Inferiori alla media sono stati gli incrementi registrati nei Paesi UE e in quelli della Comunità degli Stati Indipendenti. Osservando lo stesso indicatore dal punto di vista dei valori, si ottiene invece che i tassi più elevati (tutti al di sopra del 20 per cento) sono stati quelli del Medio

¹ Dal momento che le capacità inutilizzate risultano molto scarse, i mercati sono estremamente vulnerabili alle perturbazioni effettive e potenziali degli approvvigionamenti. Considerato che i prezzi attualmente elevati del petrolio contengono un premio di rischio significativo dovuto a tensioni geopolitiche, le ipotesi relative ai prezzi del petrolio sui quali si basano le previsioni sono soggette ad un rischio considerevole, sia al rialzo che al ribasso.

Tabella 2. Esportazioni mondiali di beni e servizi (miliardi di dollari e variazioni percentuali)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Beni	5.401	5.589	5.499	5.713	6.451	6.184	6.484	7.572	9.191	10.393
var. %	4,63%	3,48%	-1,61%	3,89%	12,92%	-4,14%	4,85%	16,78%	21,38%	13,08%
Servizi	1.278	1.330	1.351	1.398	1.485	1.491	1.592	1.805	2.180	2.415
var. %	7,49%	4,07%	1,58%	3,48%	6,22%	0,40%	6,77%	13,38%	20,78%	10,78%
Totale	6.679	6.919	6.850	7.111	7.936	7.675	8.076	9.377	11.371	12.808
var. %	24,56%	3,59%	-1,00%	3,81%	11,60%	-3,29%	5,22%	16,11%	21,26%	12,64%

Fonte: Elaborazioni ICE su dati OMC

Oriente (34,8%), seguito dalla Comunità degli Stati Indipendenti (28,8%), dall'Africa (28,6%) e dall'America centrale e meridionale (24,8%). Una delle cause principali di questa forte crescita in queste regioni con riguardo al valore delle esportazioni è la diretta conseguenza dell'aumento della domanda internazionale, soprattutto da parte della Cina. Questa ha infatti provocato un incremento dei prezzi, in special modo di quelli delle materie prime energetiche come il petrolio (mentre la dinamica dei prezzi dei beni di consumo è rimasta pressoché in linea con le aspettative). Il rincaro di tali beni, iniziato nel 2004, ha aumentato la capacità di importazione e migliorato la posizione debitoria dei Paesi produttori in Africa, America Latina, Europa Orientale e Medio Oriente².

L'America settentrionale (11,7%) ha visto crescere i propri volumi esportati in linea con le positive tendenze internazionali, ma, a causa del forte deprezzamento del dollaro, i valori esportati sono risultati proporzionalmente inferiori alle medie mondiali. Più in ombra sono invece risultate le esportazioni dell'Unione Europea (seppur con differenze da Paese a Paese), nella quale si sono registrati tassi di crescita inferiori alla media sia in termini di volumi sia di valori (rispettivamente pari al 3 e al 7 per cento)³. È interessante tuttavia osservare come la quota europea sul valore delle esportazioni mondiali (al netto degli scambi intracomunitari) abbia risentito solo marginalmente dell'enorme impatto causato dall'economia cinese e asiatica in genere, che ha invece eroso maggiormente le posizioni degli Stati Uniti e del Giappone⁴.

² Queste zone, possedendo le maggiori quote di materie prime energetiche, si sono trovate ad avere un notevole vantaggio, potendo commerciare risorse non sostituibili a prezzi superiori, senza veder crollare i volumi venduti.

³ In termini aggregati, la posizione dell'Unione Europea nel commercio mondiale non è mutata significativamente a causa dell'allargamento degli Stati membri del 2004, soprattutto a causa delle modeste dimensioni economiche delle nuove nazioni membre. Tuttavia i processi di frammentazione delle attività produttive e di integrazione dei mercati stanno apportando una forte specializzazione internazionale delle diverse aree europee; in particolare, a partire dalla fine del 2004, sembra essere in atto una progressiva concentrazione nei Paesi dell'Europa occidentale delle attività manifatturiere caratterizzate da un elevato contenuto innovativo e bassi problemi di competitività legati ai costi.

⁴ Tale scarto potrebbe essere stato causato dal fatto che le multinazionali USA e giapponesi abbiano delocalizzato in Cina le produzioni manifatturiere destinate all'esportazione in misura superiore a quanto fatto dalle imprese europee.

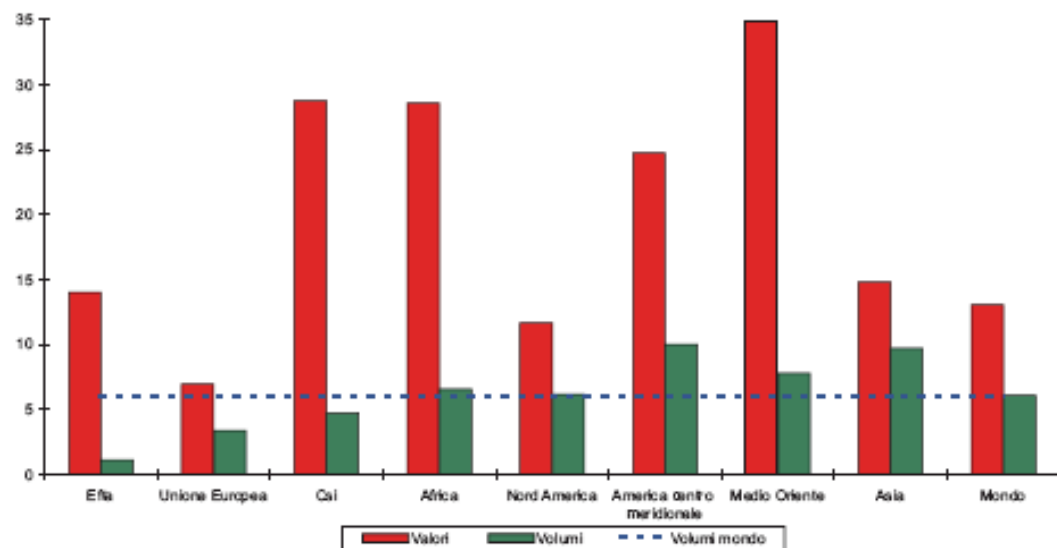


Figura 1. Crescita delle esportazioni di merci nel 2005: valori in dollari e volumi (variazioni percentuali)

Fonte: Elaborazioni ICE su dati OMC

A livello assoluto invece il principale esportatore mondiale risulta essere la Germania, con esportazioni di 971 miliardi di dollari nel 2005, pari a una quota del 9,34% su base mondiale, seguita dagli Stati Uniti (904 miliardi di dollari pari al 8,7% delle esportazioni mondiali) e dalla Cina (762 miliardi di dollari, pari al 7,3%). Gli USA in particolare proseguono il decennale calo del loro peso sulle esportazioni mondiali (nel 2000 ad esempio avevano una quota pari a circa il 16%), che va tuttavia interpretato anche in considerazione delle attività di investimento all'estero delle loro imprese.

Così come per l'export, anche le *importazioni* internazionali, nel 2005, hanno registrato i loro tassi più elevati nell'area asiatica, africana e della Comunità degli Stati Indipendenti (CSI), in America centrale e meridionale (22%), in Medio Oriente (18,5%), in Africa (16,4%) e in Asia (15,7%). L'America settentrionale presenta una ripresa rispetto agli anni precedenti (del 13,6%), mentre l'aumento delle importazioni è risultato più debole in Europa (8,2%), a causa della minor espansione della domanda interna⁵. Come accade dalla crisi finanziaria del 1997-98, l'Asia si è confermata nel biennio 2005-06 il motore principale degli scambi nell'economia mondiale. In termini quantitativi, il suo contributo alla crescita mondiale delle importazioni di merci si è attestato attorno al 34,2% del totale (contro il 18,4% degli USA), segnale di un'economia molto dinamica, caratterizzata da una forte intensificazione degli scambi anche intra-regionali (solo il Giappone sembra attraversare una fase di rallentamento economico, comunque in miglioramento). Ancora una volta in calo risultano invece i contributi alla crescita degli Stati Uniti e dell'Unione Europea (passata dal 33,6 per cento nel 1996 al 20 per cento nel 2005), sebbene almeno in parte si può ipotizzare che tale riduzione di quota sia legata anche a fenomeni di delocalizzazione delle attività produttive verso le economie emergenti.

⁵ Il 2004 aveva visto una situazione simile per l'UE, ma l'apprezzamento dell'euro aveva sostenuto la crescita in valore. Durante il 2005 quest'ultimo fattore non è risultato abbastanza rilevante.

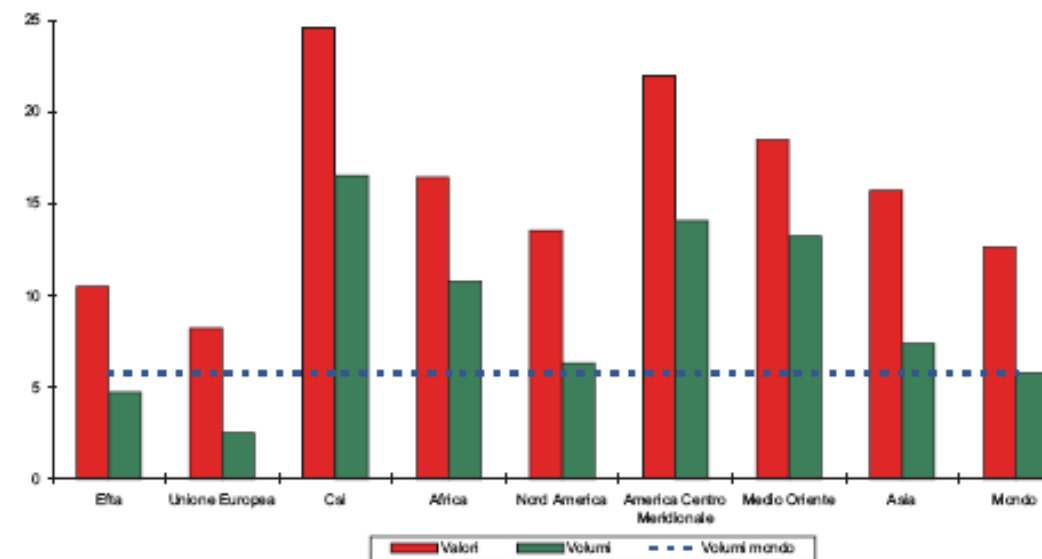


Figura 2. Crescita delle importazioni di merci nel 2005: valori in dollari e volumi (variazioni percentuali)

Fonte: Elaborazioni ICE su dati OMC

Durante il 2005 i flussi di *investimenti diretti all'estero (IDE)* in entrata, considerati la parte meno volatile e più stabile dei flussi di capitale, hanno iniziato a seguire un trend positivo, passando da 695 a 897 miliardi di dollari (29% in più). Un dato del genere non si presentava da diversi anni, visto che nel periodo 2000-2003 essi avevano subito un calo notevole, segnale di una mancanza di fiducia nell'instaurare rapporti commerciali solidi con Paesi esteri, mentre nel corso del 2004 gli IDE avevano registrato un lieve incremento, pari a circa il 5,5%. Le previsioni per il 2006 e per gli anni seguenti, sembrano indicare un proseguimento del trend positivo dell'ultimo anno, grazie soprattutto agli stimoli dati dalla crescita della produzione e dai profitti elevati, in un contesto in cui il tasso d'interesse risultano abbastanza contenuti.

Come è possibile osservare dalla Tabella 3, nel corso del 2004⁶, i Paesi che hanno maggiormente beneficiato degli investimenti esteri sono stati gli USA (con investimenti pari a 96 miliardi di dollari), il Regno Unito (78 miliardi), il Lussemburgo (57 miliardi) e la Cina (61 miliardi). Secondo quelle che sono le stime per il 2005, gli IDE in entrata sono cresciuti del 38% nelle nazioni industrializzate, nonostante un rallentamento nella crescita di quelli statunitensi e giapponesi (cresciuti nel 2005 rispettivamente di 10,4 e 12,5 punti percentuali) e un forte calo di quelli italiani (-23,5%), del Lussemburgo (-77,2%) e polacchi (-30%). Gli IDE in entrata delle economie emergenti hanno invece registrato un forte rallentamento e, in certi casi⁷, sono addirittura diminuiti. Nonostante tali dati tuttavia, i flussi indirizzati all'insieme dei Paesi emergenti sono comunque positivi, in crescita del 12 per cento, grazie al contributo

⁶ I dati precisi del 2005 non sono ancora completamente certi.

⁷ È il caso di Brasile, Corea del Sud, Malesia e Messico.

positivo delle nazioni africane⁸, asiatiche e dell'Oceania. Dopo anni di crescita vertiginosa, il 2005 ha invece visto una sostanziale stazionarietà degli IDE in Cina, a favore probabilmente di altre realtà come quella indiana, indonesiana, thailandese e di Hong Kong. Il settore petrolifero ha influito molto anche sugli investimenti effettuati verso il Medio Oriente, che, rispetto all'anno precedente, sono aumentati del 50%. Un ultimo dato interessante riguarda invece gli IDE delle nazioni dell'Europa dell'est, che, dal 2003 ad oggi, sono praticamente raddoppiati. Per quanto riguarda gli Investimenti Diretti all'Estero in uscita durante il 2004⁹ si osserva come il maggior Paese investitore è costituito dagli Stati Uniti (con 229 miliardi di dollari investiti, pari ad una quota mondiale del 31,4%), seguiti anche in questo caso da Regno Unito (65 miliardi di dollari) e Lussemburgo (59 miliardi di dollari).

Tabella 3. Investimenti diretti esteri in entrata – principali Paesi beneficiari (valori in miliardi di dollari)

Graduatoria flussi 2004	Paesi	Flussi ¹						Consistenze			
		Valori			Composizione %			Valori		Composizione %	
		media 99-03	2004	2005	media 99-03	2004	2005	2004	2005	2004	2005
1	Stati Uniti	177	96	106	19,0	13,8	11,8	1.474	1.580	16,6	16,1
2	Regno Unito	62	78	219	6,7	11,2	24,4	772	991	8,7	10,1
3	Lussemburgo ²	101	57	13	10,8	9,7	1,5	183	196	2,1	2,0
4	Cina	47	61	60	5,0	8,7	6,7	245	306	2,8	3,1
5	Australia	9	43	....	1,0	6,1	....	254	....	2,8	....
6	Belgio ²	24	34	....	2,6	4,9	....	259	....	2,9	....
7	Hong Kong	27	34	40	2,9	4,9	4,4	457	497	5,1	5,1
8	Francia	46	24	49	5,0	3,5	5,4	535	584	6,0	6,0
9	Spagna	32	18	....	3,4	2,6	....	347	....	3,9	....
10	Brasile	22	18	16	2,4	2,6	1,7	151	166	1,7	1,7
11	Messico	17	18	17	1,8	2,6	1,9	183	200	2,1	2,0
12	Italia	13	17	13	1,4	2,4	1,4	221	234	2,5	2,4
13	Singapore	12	16	16	1,3	2,3	1,8	160	176	1,8	1,8
14	Polonia	6	13	9	0,7	1,8	1,0	61	70	0,7	0,7
15	Russia	4	13	26	0,4	1,8	2,9	98	125	1,1	1,3
16	Irlanda	22	9	....	2,3	1,3	....	229	....	2,6	....
17	Giappone	9	8	9	0,9	1,1	1,0	97	106	1,1	1,1
18	Corea del Sud	6	8	5	0,6	1,1	0,5	55	60	0,6	0,6
19	Cile	5	8	7	0,5	1,1	0,8	54	61	0,6	0,6
20	Canada	29	6	....	3,1	0,9	....	304	....	3,4	....
	Mondo	934	695	897	100,0	100,0	100,0	8.902	9.799	100,0	100,0

Fonte: elaborazioni ICE su dati Unctad

⁸ La crescita degli IDE a favore dei Paesi africani è dovuta soprattutto all'influenza del petrolio e delle materie prime in genere.

A causa di ritardi nelle rilevazioni i dati del 2005 non sono da considerarsi ancora del tutto attendibili.

1.2 La congiuntura economica italiana

1.2.1 Andamento del Prodotto Interno Lordo

Nel 2005, dopo la leggera crescita (dell'1,1%) dell'anno precedente, il PIL italiano non ha registrato nessuna variazione rilevante, andando così ad affiancarsi alle fasi di stasi che erano state proprie del 2002 e del 2003. Nell'ultimo quadriennio l'economia italiana ha segnato un tasso di sviluppo medio annuo dello 0,4 per cento, il livello più basso di tutta l'Unione Europea dopo quello del Portogallo, sebbene i primi valori del primo trimestre del 2006 sembrano però suggerire un'espansione iniziata in seguito ad un incremento del PIL dello 0,6 per cento in termini congiunturali e dell'1,5 per cento su base tendenziale (Figura 3).

Il motivo principale di tale situazione è da ricercarsi nelle componenti della domanda che contribuiscono alla crescita del prodotto interno lordo; analizzando tali fattori si nota come i consumi delle famiglie nel 2005 siano rimasti pressoché invariati e il modesto contributo alla crescita del PIL fornito dai consumi finali nazionali sia interamente frutto della spesa in consumi collettivi. Domanda estera netta e investimenti fissi lordi hanno invece sottratto rispettivamente 0,3 e 0,1 punti percentuali alla crescita, mentre un limitato contributo positivo (0,1%) è stato apportato dalla variazione delle scorte.

In Italia l'andamento congiunturale del PIL nel 2005 misurato al netto della stagionalità è risultato allarmante, confermando una situazione di sostanziale debolezza del ciclo economico. Dopo un importante calo nel primo trimestre dell'anno (- 0,4%) si sono registrati due semestri di significativo recupero (rispettivamente + 0,6% e + 0,3%) che hanno però lasciato il posto ad una nuova battuta d'arresto nell'ultimo trimestre (variazione nulla). Diverse sono le cause del perdurare della debolezza della performance economica: oltre a fattori strutturali vi incide anche la perdita di competitività di prezzo dei manufatti italiani dovuta sia all'apprezzamento dell'euro, sia al momento sfavorevole della produttività italiana¹⁰.

Come già accennato questa fase di rallentamento della crescita dell'economia del nostro Paese è in linea con la difficoltà di tutta l'Unione Europea nel mantenere i tassi di crescita delle altre aree mondiali. Nonostante questo, bisogna osservare come i tassi italiani¹¹ siano comunque i più bassi tra quelli europei, e siano anche peggiorati rispetto ai valori del 2004, portando il differenziale tra tasso di crescita del PIL e media europea, dal -0,9 per cento al -1,3 per cento. Il rallentamento ha riguardato i Paesi europei in modo diverso e alla base dello stesso sono riconducibili motivazioni differenti. Ad esempio la Germania ha avuto una crescita di 0,9 punti percentuali sostenuta per lo 0,6 per cento dalla domanda estera netta, ma penalizzata dalla debolezza dei consumi finali, che hanno segnato per il secondo anno consecutivo una crescita nulla. Per quanto riguarda la Francia, il tasso di crescita del PIL si è mantenuto leggermente sopra la media, con un valore dell'1,5 per cento. I principali fattori che hanno influito, all'inverso della situazione tedesca, sono stati i contributi positivi dati dalla domanda interna, mentre la domanda estera è risultata negativa riducendo l'aumento del prodotto interno lordo.

⁹ Per economie fortemente importatrici di risorse energetiche come l'Italia, influisce sulle prospettive economiche a breve termine anche l'aumento e la volatilità del prezzo del petrolio.

¹⁰ Figura 3.

¹¹ Nel primo trimestre sono aumentati considerevolmente gli indici della produzione industriale, quelli del fatturato e degli ordinativi, nonché le esportazioni. Tuttavia rimane ancora relativamente debole il contributo dei consumi delle famiglie, in particolare per la componente dei beni non durevoli.

Controcorrente rispetto alla situazione europea è il caso della Spagna, che, nel 2005, segna un incremento del PIL di quasi 3,5 punti percentuali. L'espansione in questo caso è stata trainata dalle componenti interne della domanda, dai consumi finali e dagli investimenti fissi.

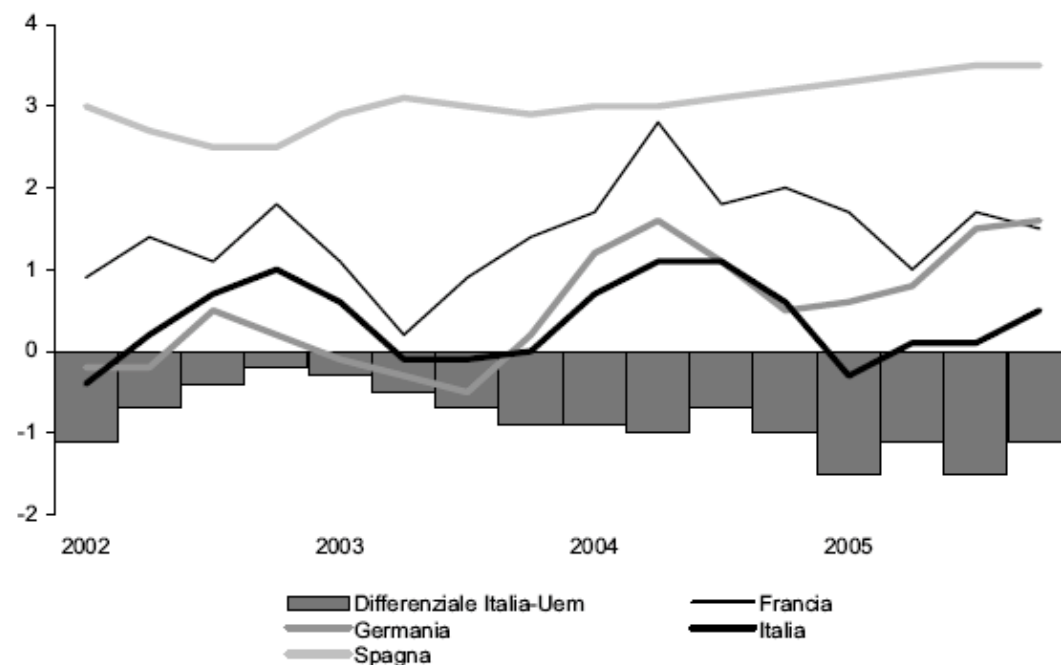


Figura 3 . PIL dei principali Paesi UE e differenziale di crescita dell'Italia rispetto all'area - '02/'05 (Variazioni percentuali rispetto al corrispondente trimestre dell'anno precedente)

Fonte: Eurostat

Nel nostro Paese entrambe le componenti dell'interscambio con l'estero hanno mantenuto una dinamica molto contenuta, con ritmi di crescita nettamente inferiori rispetto a quelli riscontrati nelle altre economie europee. Le esportazioni di beni e servizi sono cresciute nel 2005 solo dello 0,3 per cento in termini reali, grazie alla crescita della componente dei servizi che ha più che compensato il calo di quella dei beni. Si è pertanto interrotto il recupero che era emerso l'anno precedente (+ 3,0 per cento) dopo un biennio di valori negativi. Anche le importazioni hanno segnato un rallentamento, risentendo del nuovo indebolimento della domanda interna: il tasso di crescita si è ridotto dal 2,5 per cento del 2004 all'1,4 per cento nella media del 2005, con un'evoluzione sostenuta quasi esclusivamente dalla componente dei servizi, il cui incremento è stato del 7,5 per cento.

Il 2006 è iniziato però con forti segnali di ripresa e un rafforzamento dell'espansione dell'attività economica, tanto in Europa quanto in Italia (+0,6 per cento), trainato da un aumento della produzione industriale e della crescita dei comparti dei beni strumentali e dell'offerta specializzata¹².

1.2.2 Il saldo del conto corrente

Tabella 4. Scambi di merci: valori (valori in milioni di euro; variazioni percentuali e assolute sul periodo corrispondente)

Periodi	Esportazioni			Importazioni			Saldi		
	UE 25	Extra UE	Totali	UE 25	Extra UE	Totali	UE 25	Extra UE	Totali
2002	159.436	109.628	269.064	159.370	101.856	261.226	66	7.772	7.838
	-1,9%	-0,8%	-1,4%	0,3%	-2,8%	-1,0%	- 3.499	2.103	- 1.396
2003	160.232	104.383	264.615	161.563	101.435	262.998	- 1.331	2.948	1.617
	0,5%	-4,8%	-1,7%	1,4%	-0,4%	0,7%	- 1.397	- 4.823	- 6.220
2004	166.336	114.356	280.692	169.136	113.069	282.205	- 2.800	1.287	- 1.513
	3,8%	9,6%	6,1%	4,7%	11,5%	7,3%	- 1.469	- 1.662	- 3.131
2005			291.920			301.959			- 10.039
			4,0%			7,0%			

Fonte: ISTAT

Tabella 5. Esportazioni di beni e servizi dei principali Paesi industriali(tassi di variazione in volume)

Periodi	Italia	Francia	Germania	Regno Unito	Spagna	Canada	Stati Uniti	Giappone
2002	-4,0	1,5	4,8	0,2	2,6	1,0	-2,3	7,6
2003	-2,2	-1,8	0,9	1,2	3,4	-2,1	1,8	9,0
2004	2,5	2,2	9,1	4,6	5,4	5,0	8,4	13,9
2005	0,7	3,2	7,0	5,2	5,9	2,3	7,0	6,9

Fonte: ISTAT

Per quanto concerne i flussi commerciali dell'Italia, il tasso di variazione in valore delle esportazioni nel 2005 è cresciuto di circa il 4 per cento, con un ritmo nettamente inferiore rispetto al 2004, quando la crescita era stata del 6,1 per cento (Tabella 4); allo stesso modo il tasso di variazione in volume, evidenziato dalla Tabella 5, è stato di circa lo 0,7 per cento, un valore che rallenta la crescita esportativa promettente del 2004, quando lo stesso indicatore aveva raggiunto i 3,2 punti percentuali dopo anni in cui era rimasto negativo. Confrontando tale tasso con gli stessi realizzati a livello internazionale, si nota come, tra i Paesi avanzati, l'Italia è senza dubbio la nazione con maggiore difficoltà nell'esportare, vi-

¹² È significativo notare il peso dei prodotti energetici sull'andamento dell'interscambio: al netto di questa categoria infatti le esportazioni risultano in aumento del 2,8 per cento, mentre le importazioni del 2,9 per cento, con un certo miglioramento dell'attivo.

sto che stati come Germania, Francia, Stati Uniti e Spagna detengono tutti valori superiori e pari al 7% per Germania e USA, al 5,9% per la Spagna e al 3,2% per la Francia. Anche le importazioni hanno visto un tasso di crescita inferiore rispetto all'anno precedente, aumentando del 7 per cento, contro il 7,3 per cento del 2004. La bilancia commerciale ha quindi subito un importante deterioramento: il deficit è aumentato da 1,5 miliardi di euro nel 2004 a poco più di 10 miliardi di euro nel 2005¹³.

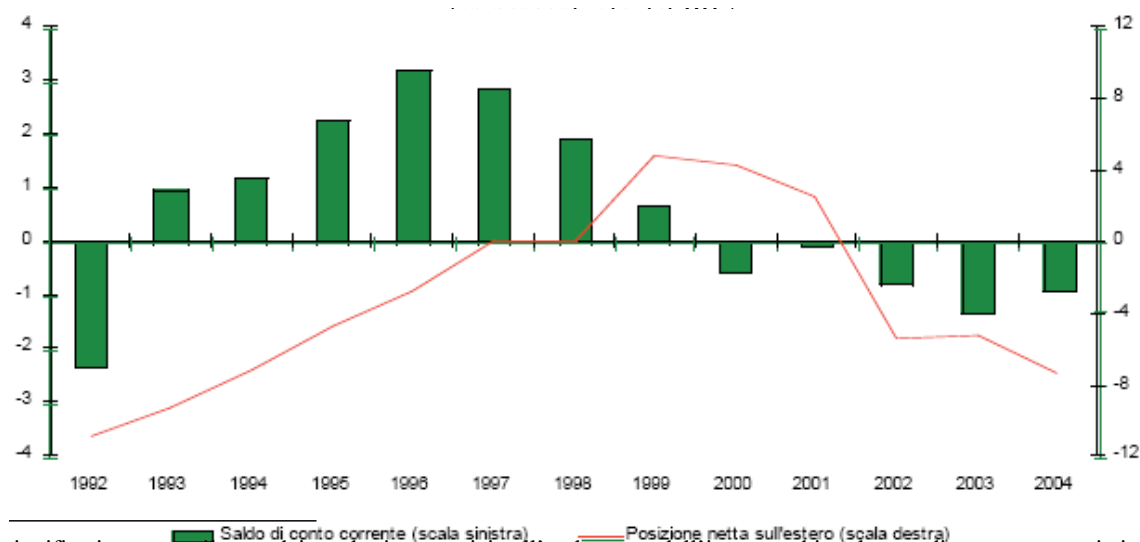


Figura 4. Saldo di conto corrente e posizione netta sull'estero dell'Italia (in percentuale del PIL)

Fonte: elaborazione ICE su dati Banca d'Italia e ISTAT

Alla luce dell'andamento storico del saldo di conto corrente (export-import) si nota, dal Figura 4, come, dopo una crescita che aveva caratterizzato il triennio 1993/1996, esso accusa un peggioramento già a partire dal 1997, fino a passare al disavanzo nel 2000. Nel 2004 si era registrata un'ulteriore variazione, grazie ad una riduzione del disavanzo delle partite correnti che era passato da 17 a 12 miliardi di euro (crescita del 6,1 per cento). Il maggiore contributo alla crescita del valore delle *esportazioni* del 2004 è giunto dai beni strumentali, in recupero rispetto alla flessione presentata nel 2003 e, in misura inferiore, dai beni intermedi. Sempre nel 2004 invece la vendita di beni di consumo non ha mostrato significativi segnali di ripresa dopo il calo fatto registrare nel 2003. Come detto nel 2005 le importazioni hanno superato le esportazioni di circa 3 punti percentuali, mostrando così una crescita dell'import più significativa di quella che nello stesso anno ha caratterizzato l'export. La causa di questo disavanzo del conto corrente è attribuibile alla dinamica delle quantità e dei valori medi oggetto di scambio. Sebbene infatti le quantità esportate abbiano ripreso a crescere, si è avuto un incremento ancora maggiore nel numero di importazioni stesse. Inoltre, a livello di valore, l'apprezzamento che ha ca-

¹³ In tale anno la situazione risulta ancora più critica se si osserva come, a fronte di un aumento del 5 per cento delle vendite interne all'area, quelle di competenza dell'Italia sono state solo del 2,1 per cento.

ratterizzato l'euro nel 2004/05 e che ha quindi permesso di esportare a prezzi relativamente più elevati è stato più che compensato dalla forte crescita dei prezzi delle materie prime energetiche (petrolio), che, come accennato, hanno costituito una quota notevole delle importazioni italiane. Per quanto concerne il profilo congiunturale, sia export che import hanno manifestato una robusta espansione nella seconda parte del 2005, dopo un inizio abbastanza negativo (Figura 5).

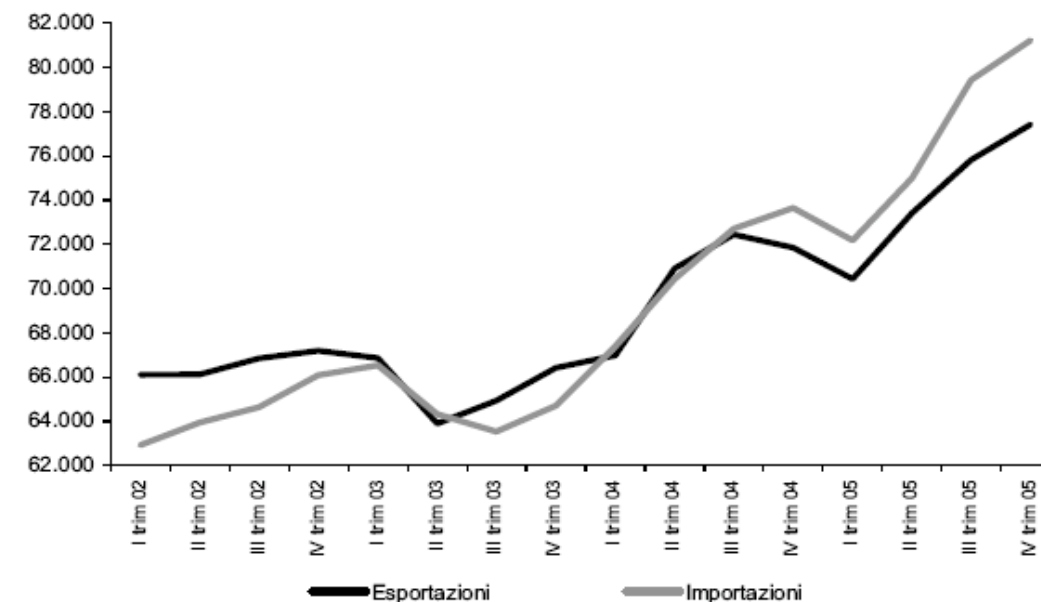


Figura 5. Esportazioni ed Importazioni dell'Italia verso e dal Mondo – 2002/2005 (milioni di euro)

Fonte: ISTAT

Nei primi mesi dell'anno le esportazioni hanno risentito ancora delle difficoltà mostrate nell'ultimo trimestre dell'anno precedente. Nel 2004 infatti le esportazioni in aree esterne della UE sono state particolarmente dinamiche soprattutto nel secondo e nel terzo trimestre, mentre, nell'ultima parte dell'anno, la spinta propulsiva della domanda estera ha mostrato minore intensità, a causa dei risultati particolarmente negativi registrati sul mercato comunitario (-3,0 per cento, rispetto al -0,5 per cento rilevato verso i Paesi esterni all'area). Nel secondo trimestre del 2005 si è invece registrata un'inversione di tendenza, che ha portato le esportazioni a crescere del 4,2 per cento, grazie soprattutto alle vendite effettuate a vantaggio dei Paesi extra UE. Il recupero è poi proseguito nel terzo e nel quarto trimestre, sebbene i ritmi sostenuti siano stati più modesti, pari rispettivamente al 3,3 e al 2,1 per cento.

Tabella 6. Esportazioni dei Paesi UE verso l'esterno e l'interno dell'area – 2000/05 (quote e variazioni percentuali)

Paesi	2001		2002		2003		2004		2005	
	quote %	var. %	quote %	var. %	quote %	var. %	quote %	var. %	quote %	var. %
ESPORTAZIONI VERSO PAESI EXTRA UE										
Italia	14,0	6,8	13,6	-0,3	13,5	-2,9	13,3	8,4	13,5	5,6
Austria	3,4	8,5	3,5	5,9	3,7	2,8	3,8	14,3	3,9	8,5
Belgio	7,4	1,4	8,2	13,4	7,9	-6,3	7,8	8,5	7,9	8,6
Finlandia	3,0	-1,0	3,0	-0,9	3,0	-1,2	3,0	9,4	3,0	9,1
Francia	17,3	3,9	16,4	-3,6	16,0	-4,8	15,6	6,4	15,4	5,2
Germania	34,2	9,1	34,6	3,3	35,3	0,2	35,9	10,1	35,8	7,1
Grecia	0,7	-0,1	0,6	-10,4	0,7	3,0	0,7	5,7	0,7	14,8
Irlanda	5,4	15,4	5,3	-1,1	4,6	-15,2	4,2	1,1	4,0	2,2
Lussemburgo	0,3	20,5	0,3	-2,4	0,3	9,3	0,3	7,1	0,3	20,5
Paesi Bassi	8,7	1,4	8,8	3,4	9,0	-0,2	9,3	13,0	9,9	13,7
Portogallo	0,8	1,3	0,8	2,5	0,9	1,3	0,8	2,3	0,8	2,1
Spagna	4,8	3,5	4,9	3,8	5,1	1,7	5,1	7,8	5,0	6,5
UE	100,0	6,1	100,0	2,0	100,0	-2,3	100,0	8,9	100,0	7,2
ESPORTAZIONI VERSO PAESI UE										
Italia	11,6	2,6	11,2	-2,7	10,9	-0,1	10,8	6,3	10,5	2,1
Austria	4,0	7,2	4,2	4,8	4,2	3,6	4,3	7,9	4,1	1,6
Belgio	12,4	5,9	12,9	4,1	12,9	2,1	13,1	9,6	13,5	8,2
Finlandia	1,5	-7,5	1,5	-1,5	1,4	-2,3	1,3	-3,3	1,2	3,2
Francia	16,5	-0,3	16,0	-2,0	16,0	2,5	15,4	3,5	14,5	-1,7
Germania	25,5	4,0	25,5	0,3	26,0	4,5	26,7	10,1	27,0	6,2
Grecia	0,3	-26,1	0,4	8,8	0,4	17,1	0,4	1,6	0,5	8,1
Irlanda	3,2	3,0	3,4	4,2	3,0	-7,4	3,0	5,1	3,0	7,3
Lussemburgo	0,7	20,0	0,7	-0,2	0,9	8,5	0,8	12,5	0,9	10,6
Paesi Bassi	15,3	2,5	15,1	-1,7	15,0	2,3	15,2	8,0	16,0	11,3
Portogallo	1,7	4,7	1,7	3,0	1,7	-0,8	1,6	2,6	1,7	8,9
Spagna	7,3	5,0	7,4	0,9	7,6	5,3	7,4	5,4	7,1	-0,4
UE	100,0	3,0	100,0	0,1	100,0	2,5	100,0	7,3	100,0	5,0

Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat

La crescita delle esportazioni nel 2005, inferiore a quella delle altre nazioni concorrenti, non è stata tuttavia sufficiente ad arrestare l'erosione delle quote di mercato dell'Italia, come mostra la Tabella 6. Confrontando la performance italiana con quella degli altri Paesi europei si nota come la perdita delle proprie quote esportative sia stata rilevante soprattutto all'interno dell'area euro, dove i flussi hanno portato l'Italia ad averne una quota del 10,5% nel 2005 contro un valore pari all'11,6% nel 2001¹⁴. Per quanto riguarda le esportazioni al di fuori dell'area europea la quota italiana è passata dal 14 al 13,3 per cento e, anche in questo caso, la crescita delle vendite italiane ha mantenuto un ritmo inferiore rispetto a quello medio (+ 7,2%) fatto registrare dagli altri stati membri. Osservando le altre nazioni europee si nota come, dal 2001 ad oggi, anche la Francia abbia subito un'importante erosione delle proprie quote di esportazione (calate sia intra che extra UE di circa il 2 per cento), mentre la Germania ha fatto registrare risultati positivi sia all'interno dell'Unione europea che all'esterno (le sue quote sono cresciute rispettivamente di 1,6 e di 1,5 punti percentuali). Se quindi osserviamo la dinamica che le esportazioni italiane hanno tenuto dal 2000 al 2005, essa risulta nettamente inferiore rispetto alla media europea; la crescita totale italiana è stata infatti pari al 10,3 per cento, mentre quella europea è stata del 18,2 per cento. Tale differenziale negativo riguarda sia i flussi intracomunitari (la cui crescita italiana è stata del 9% contro il 15,4% di quella europea) che quelli rivolti a nazioni esterne alla comunità europea (11,5% contro 21,7%)¹⁵.

L'evoluzione descritta si è tradotta in una complessiva ricomposizione della struttura delle esportazioni italiane, che nel 2005 è risultata più simile, rispetto al 2000, a quella dei maggiori Paesi partner commerciali, come Francia e Germania. Tuttavia, tra il 2000 e il 2005, si è manifestato un avvicinamento tra le strutture delle esportazioni di Italia e Germania solo con riferimento ai flussi diretti verso i mercati extracomunitari, mentre è aumentata la dissomiglianza fra i due Paesi per quel che riguarda i flussi diretti verso mercati dell'Unione europea. Nei confronti della Francia invece si è verificato un aumento della somiglianza tra le rispettive strutture settoriali delle esportazioni sia per quel che concerne i flussi intra UE che quelli extra UE.

Dalla tabella 7 si può notare come le vendite italiane all'estero siano state molto penalizzate sia dalla particolare specializzazione settoriale, che ha sottratto 5,4 punti percentuali di crescita nel quinquennio considerato, sia dalle condizioni generali di competitività (aspetti qualitativi, prezzo, ...) che hanno eroso altri 2,5 punti percentuali. Nello stesso periodo Paesi come Germania, Austria o Portogallo hanno invece beneficiato della situazione competitiva del proprio mercato, mentre altri (come Irlanda, Francia, Belgio, ...) hanno tratto maggiore vantaggio dalla specializzazione nazionale.

¹⁴ In tale anno la situazione risulta ancora più critica se si osserva come, a fronte di un aumento del 5 per cento delle vendite interne all'area, quelle di competenza dell'Italia sono state solo del 2,1 per cento.

¹⁵ Osservando la dinamica delle esportazioni italiane dal punto di vista settoriale è significativo notare la riduzione delle quote riguardanti il settore del cuoio (passato dal 46,3% del 2000 al 42,7% del 2005), quello dei mobili (dal 32% al 27,6%), quello dei prodotti tessili (dal 29,1% al 27,7%) e quello riguardante la produzione di apparecchi meccanici (dal 23,6% al 22%). In controtendenza risultano invece i settori relativi a prodotti agricoli, estrattivi, alimentari, del legno e di prodotti elettrici e di precisione che, dal 2000 al 2005, hanno visto incrementare la propria quota di esportazioni sul complesso dei Paesi dell'Unione monetaria europea.

Tabella 7. Scomposizione della crescita delle esportazioni dei Paesi UE per mercato di destinazione 2000/'05

(variazioni percentuali del totale delle esportazioni a tassi di cambio e prezzi correnti) Fonte: Eurostat

2005/2000				
PAESI	Esportazioni	Esportazioni	Effetti (b)	
	paese (c)	Uem	Specializzazione	Paese
MONDO				
Italia	10,3	(18,2)	-5,4	-2,5
Austria	27,6	(18,2)	-1,8	11,2
Belgio	26,4	(18,2)	2,5	5,7
Finlandia	-0,2	(18,2)	-9,1	-9,2
Francia	4,3	(18,2)	1,5	-15,3
Germania	26,6	(18,2)	0,4	8,1
Grecia	1,9	(18,2)	-4,3	-11,9
Irlanda	13,2	(18,2)	8,3	-13,3
Lussemburgo	49,5	(18,2)	-3,7	35,0
Paesi Bassi	21,5	(18,2)	1,8	1,6
Portogallo	13,5	(18,2)	-6,6	1,9
Spagna	17,4	(18,2)	-0,4	-0,4
UEM				
Italia	9,0	(15,4)	-4,0	-2,4
Austria	22,9	(15,4)	-5,0	12,5
Belgio	28,8	(15,4)	2,9	10,6
Finlandia	-14,7	(15,4)	-15,6	-14,5
Francia	-0,7	(15,4)	-0,7	-15,4
Germania	24,4	(15,4)	-1,3	10,3
Grecia	-0,2	(15,4)	-5,2	-10,5
Irlanda	12,7	(15,4)	12,0	-14,6
Lussemburgo	52,0	(15,4)	-5,6	42,2
Paesi Bassi	13,0	(15,4)	6,3	-8,7
Portogallo	16,6	(15,4)	-8,1	9,4
Spagna	15,5	(15,4)	-2,6	2,7
EXTRA UEM				
Italia	11,5	(21,7)	-5,30	-4,8
Austria	34,3	(21,7)	-1,00	13,6
Belgio	22,4	(21,7)	1,60	-0,9
Finlandia	7,9	(21,7)	-5,30	-8,4
Francia	10,7	(21,7)	1,60	-12,6
Germania	29,1	(21,7)	1,80	5,7
Grecia	3,4	(21,7)	-0,10	-18,2
Irlanda	14,0	(21,7)	3,10	-10,8
Lussemburgo	42,5	(21,7)	-3,50	24,3
Paesi Bassi	38,1	(21,7)	-0,80	17,3
Portogallo	7,0	(21,7)	-6,30	-8,4
Spagna	20,5	(21,7)	1,30	-2,4

Nel biennio 2004/05 il valore delle *importazioni* italiane ha ripreso a crescere, dopo un anno, il 2003, caratterizzato da una sostanziale fase di stasi dove addirittura l'import dai Paesi extra UE risultava in diminuzione di 0,4 punti percentuali. Dal 2004 le importazioni hanno invece iniziato a crescere in maniera particolarmente vivace. Alla base di tassi di crescita dell'7,3 e del 7 per cento rispettivamente nel 2004 e 2005 vi è innanzitutto il forte incremento in valore degli acquisti di prodotti energetici, causati dall'aumento del prezzo internazionale del petrolio. Oltre a questo l'import è stato influenzato anche dalla ripresa dell'attività produttiva in seguito all'accelerazione della domanda interna e delle esportazioni che ha caratterizzato la congiuntura economica europea.

La svolta nell'andamento degli acquisti dall'estero si è avuta nella parte centrale del 2004 ed ha raggiunto il suo culmine nel terzo trimestre del 2005, con tassi superiori anche al 15 per cento. Sono cresciuti con maggiore intensità gli acquisti da zone esterne all'Unione europea, ovvero le aree caratterizzate dal maggiore sviluppo internazionale e nelle quali sono presenti la gran parte delle risorse energetiche.

Come avvenuto per l'export, le importazioni italiane hanno mantenuto tassi di crescita positivi ma inferiori alle altre aree europee. Se infatti valutiamo quale è stata la loro crescita a prezzi costanti nel 2004, notiamo che essa risulta pari al 2,5 per cento, decisamente inferiore ai valori registrati in Germania (+5,7%), Francia (+7,4%), Spagna (+9%) o dalla zona euro in media (+6%). Su tale divario hanno pesato per lo più fattori congiunturali: nel nostro Paese infatti la crescita economica è risultata più debole rispetto al resto d'Europa.

Le prospettive sulle importazioni per il 2006 sembrano ancora molto positive, visto che, nel primo triennio dell'anno, l'import ha raggiunto tassi di crescita record, con valori vicini al 19 per cento (che corrisponde ad esportazioni per quasi 25 miliardi di euro).

Trattando di quote perse o guadagnate a seconda di una certa specializzazione settoriale, risulta particolarmente significativo andare a conoscere quali sono i settori merceologici maggiormente coinvolti nei flussi di esportazioni ed importazioni dell'Italia. Come già accennato, il 2005 ha visto una notevole crescita delle esportazioni legate alle risorse energetiche; così, sebbene abbiano un peso abbastanza modesto sul valore totale dell'export, anche le esportazioni petrolifere italiane hanno visto una crescita molto positiva, pari al 54,7 per cento rispetto al 2004, e similmente i minerali energetici sono stati venduti all'estero con un aumento relativo del 60,7 per cento. Oltre al caso particolare di tale settore, variazioni positive rilevanti, anche per quanto concerne al peso sul totale dell'export, si sono avute tra i prodotti chimici (+9,8%), e nel settore dei prodotti in metallo, grazie ad una crescita annuale dell'8,8 per cento. Comunque positivi, anche se a tassi inferiori, sono risultate le vendite all'estero di beni legati al comparto elettrico (+5,3%), meccanico (+2,2%) e dei mezzi di trasporto (+ 1,8%). Al contrario, l'anno appena passato non è stato affatto favorevole per alcune categorie di beni tipiche della tradizione produttiva italiana. Il Made-in-Italy ha infatti visto una certa recessione del settore del legno e dei suoi derivati di circa il 4 per cento, seguito in negativo dai prodotti in cuoio (-1,9 per cento) e da quelli tessili e di abbigliamento (-1,3 per cento). In ragione dell'importanza di questi settori nella specializzazione commerciale italiana, l'effetto complessivo di tali risultati negativi è stato pari a poco meno di un quarto del deterioramento complessivo registrato nel saldo dell'interscambio (circa 2 miliardi di euro su 8,7).

La dinamica settoriale registrata nel 2005 è del tutto in linea con quelle che sono le variazioni delle esportazioni italiane negli ultimi cinque anni. Dal 2000 ad oggi infatti le maggiori crescite di beni venduti all'estero si sono avute nei settori della meccanica e dei prodotti in metallo, con aumenti rispettivamente dello 0,8 e del 2,1 per cento, che hanno confermato tali settori (specialmente quello degli ap-

parecchi meccanici) come principali settori dell'esportazione italiana a livello di valori venduti. Crescite rilevanti e che, con tutta probabilità perdureranno anche in futuro sono state anche quelle dei prodotti chimici (passati dal detenere una quota del 9,5 per cento del 2000 ad una del 10,6 per cento del 2005), alimentari (da 5,1 a 5,6 per cento) e, naturalmente, dei prodotti petroliferi raffinati (da 2 a 3,4 per cento). Una certa difficoltà è invece stata mostrata dai settori legati al Made-in-Italy; l'abbigliamento ha infatti registrato un'erosione della propria quota pari all'1,4 per cento dal 2000, le calzature hanno visto ridursi la propria dello 0,8 per cento, mentre le esportazioni di mobili sono diminuite di 0,6 punti percentuali, passando dal 3,6 al 3 per cento.

L'andamento delle importazioni nel 2005 ha mantenuto una crescita superiore rispetto all'export in quasi tutti i settori e le sue variazioni hanno spesso seguito le dinamiche delle vendite all'estero. L'import è stato fortemente influenzato dai movimenti del prezzo dei minerali energetici, con particolare riferimento al greggio e al gas naturale, un settore nel quale le importazioni italiane sono cresciute di circa il 39,3 per cento. Chiaramente non poteva non aumentare il peso sull'import dei prodotti petroliferi raffinati (salita del 16,6 per cento). Tra il 2000 e il 2005 la quota dei prodotti energetici sul totale delle merci acquistate dall'estero è passata dal 13,3 al 16 per cento e, all'interno di tale componente, è aumentata l'incidenza del greggio e del gas naturale (dal 77 per cento del 2000 all'80,5 per cento del 2005). Così come per le esportazioni, è aumentata significativamente la quota relativa ai prodotti in metallo (+6,4%) e a quelli chimici (+5,5%), mentre all'inverso dell'export, è rimasto alto l'acquisto dall'estero di mobili e beni dell'industria manifatturiera (+10% circa). Evidentemente, le difficoltà a mantenere quote sui mercati esteri per i prodotti nazionali del settore si associano a una crescente penetrazione dei concorrenti su quello nazionale. Il 2005 non ha invece visto una caduta importativa rilevante di nessun particolare settore; le uniche tendenze negative che è possibile evidenziare sono infatti quelle legate ai prodotti agricoli (-1,4%) e, in minima parte, quelle legate ai beni in legno (-0,5%). Vedi Tabella 30 e Tabella 31 tra le Appendici.

1.2.3 Investimenti diretti all'estero

Nell'analizzare le dinamiche aziendali di internazionalizzazione, oltre a porre l'attenzione ad esportazioni ed importazioni, è necessario comprendere se e in che dimensione le imprese si rivolgono all'estero anche per instaurare un rapporto più impegnativo, quale è quello con alla base la delocalizzazione produttiva. Se è vero che gli scambi commerciali alla base di export ed import sono rilevanti per evidenziare la "vocazione" internazionale di un'azienda e di una nazione, ancor più significativo in tal senso risulta l'esistenza o meno di Investimenti Diretti all'Estero (IDE), che comportano normalmente una forte dedizione strategica oltre che economica.

Alla luce di quanto mostrato dalla Tabella 32 in Appendice, nel 2005 gli IDE effettuati da imprese italiane sono stati globalmente pari a 33.478 milioni di euro, con un tasso di crescita rispetto all'anno precedente pari al 115 per cento. Il livello di investimenti internazionali raggiunto rappresenta certamente un record, oltre ad essere una chiara risposta alle forti difficoltà e al clima di sfiducia che si era venuto a creare dopo il 2001 e che si è concretizzato nei risultati del 2003, quando gli IDE erano passati da 18.254 a 8.081 milioni di euro, con un crollo del 55,7 per cento. Fatta eccezione per il 2003, dal 1999 le imprese italiane si sono spinte in maniera sempre più decisa verso la delocalizzazione produttiva, andando ad impiantare le proprie fabbriche per lo più in Europa (la cui quota è stata dell'85,7 per cento nel 2005) e, in misura molto minore, in America (che rappresenta l'12,87 per cento di tutti gli IDE effettuati).

Fatta eccezione per la zona oceanica, tra 2004 e 2005 gli investimenti sono cresciuti in tutte le aree internazionali con tassi molto elevati. Particolarmente significativa risulta la crescita del 507 per cento

fatta registrare in America, di cui il 140 per cento è di competenza statunitense, proprio a sottolineare la ritrovata fiducia delle imprese italiane nel mercato d'oltreoceano. Gli investimenti indirizzati verso mercati europei hanno invece raddoppiato i propri valori, crescendo del 97 per cento.

Nel momento in cui le imprese italiane delocalizzano hanno bisogno di rivolgere i propri sforzi verso mercati sicuri, nei quali il rischio politico non sia eccessivamente elevato. Tale approccio è pienamente confermato anche negli ultimi anni dai Paesi beneficiari degli investimenti diretti all'estero italiani; in un periodo in cui la corsa delle esportazioni verso i mercati emergenti (Asia orientale su tutti) sembra un must, le dimensioni di IDE in tali mercati risulta ancora abbastanza povera, sebbene in costante aumento. È questo il caso dell'Asia, area in cui la delocalizzazione è cresciuta del 64 per cento nel 2005, ma che raccoglie solo l'1,1 per cento degli investimenti all'estero dell'Italia (pari a circa 374 milioni di euro).

Analizzando l'internazionalizzazione italiana risulta significativo affrontare non solo la quota di investimenti di imprese italiane in Paesi esteri (investimenti diretti all'estero tipici), ma anche i cosiddetti IDE passivi, ovvero capire qual è il peso di Investimenti Diretti all'Estero effettuati da soggetti stranieri a vantaggio di realtà situate nel territorio italiano. La Tabella 33 in Appendice evidenzia come il 2005 sia il primo anno che registra una ripresa negli investimenti esteri diretti in Italia, dopo le continue riduzioni rilevate a partire dal 2001. Il trend è simile a quello degli IDE effettuati dalle imprese italiane ed è la prova di una rinnovata fiducia delle aziende internazionali nell'instaurare rapporti commerciali e produttivi duraturi con altre nazioni. Nonostante tale ripresa, la situazione del sistema Italia non è delle migliori: nel 2004, il valore dello stock di IDE passivi in percentuale del PIL è stato dell'11,8 per cento, al penultimo posto (prima della Grecia) nella graduatoria della presenza di imprese estere sul proprio territorio. Nazioni come la Germania, la Francia o la Spagna hanno quote perfino doppie rispetto a quella italiana, e pari rispettivamente al 22,6, al 24,7 e al 27,4 per cento, mentre Paesi come Lussemburgo e Irlanda arrivano addirittura ad avere valori dell'82,4 e del 129,7 per cento¹⁶.

Storicamente tale situazione non è nuova per l'Italia. Già negli anni ottanta infatti, quando gli investimenti diretti all'estero presentavano valori nettamente inferiori ad oggi, l'attrattività dell'Italia era già minore di quella degli altri Paesi, visto che mediamente il peso degli IDE sull'economia italiana era di circa il 2 per cento contro il 4 per cento di Germania e Francia. Dagli anni Novanta ad oggi la situazione è peggiorata e il differenziale con la media delle altre nazioni europee è aumentato proprio nel periodo in cui si era iniziato ad intuire l'importanza di attrarre investimenti esteri nel proprio Paese. Come l'Italia anche la Spagna non è riuscita a cogliere negli anni Novanta questa nuova opportunità che andava presentandosi, mentre altri stati europei (Francia, Germania, Irlanda, ...) hanno accresciuto la loro potenza relativa.

Anche negli ultimi anni, l'Italia ha messo in luce una certa incapacità attrattiva, quasi una chiusura rispetto agli interventi di soggetti esteri. Solo nell'ultimo biennio sembra che sia stato attuato un processo di liberalizzazione volto ad incentivare la presenza estera in Italia, ma, per ora, i servizi mantengono un livello contenuto e la crescita sembra concentrarsi principalmente nei settori delle public utilities.

¹⁶ Una situazione analoga la si ottiene se si osserva quale sia il contributo dato all'occupazione da imprese estere; anche in questo caso infatti il nostro Paese è tra quelli con la quota più bassa, pari al 7,2 per cento, rispetto a nazioni in cui le imprese estere riescono ad occupare molti più dipendenti, come ad esempio Francia (16,5%), Svezia (17,2%) ed Irlanda (21,2%).

Diversi sono i fattori che hanno portato un peso relativamente basso degli investimenti esteri in Italia. In base a quanto evidenziato da uno studio condotto dall'ISTAT l'attrattività italiana risulta ad esempio penalizzata dalla forte frammentazione delle imprese presenti sul territorio. Il sistema produttivo italiano è infatti caratterizzato dall'esistenza di un alto numero di piccole medie imprese, il che rende maggiormente difficoltoso per una società estera riuscire a penetrare il nostro mercato in maniera rilevante tramite l'utilizzo di operazioni di mergers and acquisitions, modalità invece prevalente fra le nazioni avanzate. Altro ostacolo è dato dallo scarso investimento dell'economia italiana nella ricerca e sviluppo; in questo modo infatti vengono penalizzati i comparti tecnologici, ritenuti fondamentali nell'attrazione di investimenti esteri in un Paese¹⁷, il tutto a favore della presenza italiana in mercati maturi, dove si è già presenti, lasciando però l'Italia in condizioni di inferiorità nei settori protagonisti della competizione internazionale.

L'attrazione di investimento dall'estero ha in primo luogo effetti positivi sulla crescita dei Paesi beneficiari. La presenza di soggetti esterni porta infatti maggiore occupazione oltre all'opportunità di fornitura per imprese locali. Il trasferimento di risorse e tecnologie collegato all'attività delle multinazionali aiuta lo sviluppo di settori strategici e, attraverso la competizione, sprona a una maggiore ricerca di efficienza le imprese nazionali.

1.2.4 L'internazionalizzazione delle Regioni italiane

I fattori alla base delle dinamiche dell'internazionalizzazione italiana possono essere compresi maggiormente se si analizza qual è il contributo alle esportazioni, alle importazioni e agli investimenti diretti all'estero dato dalle singole regioni italiane.

L'Italia Nord occidentale è la regione che attualmente detiene le maggiori quote sulle esportazioni totali del Paese, con il 40,9 per cento delle esportazioni italiane, pari a 120.895 milioni di euro. Sempre a livello assoluto, tale zona è seguita dal Nord est (che detiene una quota del 31 per cento) dall'Italia centrale (15,1 per cento) e infine dal Mezzogiorno (11,4 per cento). Nonostante tali valori, risulta molto significativo analizzare quali siano state le dinamiche evolutive delle esportazioni di regione in regione nell'ultimo quinquennio.

Dal 2000 al 2005 le esportazioni italiane hanno mantenuto una quota pari a 13,5 punti percentuali, con un incremento fra 2004 e 2005, ma tale aumento risulta molto differenziato per regione e ripartizione territoriale di origine. Nel periodo preso in considerazione infatti aree come l'Italia insulare, il Nord-est e il Nord-ovest sono riuscite a mantenere una crescita del proprio export maggiore rispetto alla media nazionale (i tassi sono stati pari rispettivamente al + 41%, al + 15,7% e al + 14,3%), mentre l'Italia meridionale e l'Italia centrale, a seguito di crescite pari al 9,5 e al 4,3 per cento, hanno riscontrato tassi inferiori a quelli medi, evidenziando così una certa difficoltà nell'affermare i propri prodotti all'estero.

Sebbene dunque i maggiori valori esportati siano riconducibili alle regioni nord occidentali, che, grazie alla vendita all'estero di beni e servizi per 120.895 milioni di euro, hanno rappresentato circa il 41 per cento delle esportazioni nazionali, sono il Nord-est ed il Mezzogiorno le aree del Paese che hanno mostrato i più sostenuti tassi di crescita, recuperando così da precedenti diminuzioni sia assolute che relative alla media nazionale. Per continuità di incrementi di quota sulle vendite estere dell'Italia, si distinguono l'Emilia Romagna, le Marche e l'Abruzzo, mentre regioni come il Veneto hanno visto calare

¹⁷ fra il 1996 e il 2001 la spesa italiana in R&S è stata pari allo 0,04% del PIL, contro lo 0,12% della Francia e lo 0,28% del Regno Unito.

negli ultimi anni la propria quota. Tra le zone che presentano maggiori difficoltà è da sottolineare il caso del Piemonte, che, nonostante detenga una quota del 10,7%, dal 2000 ha visto crescere le proprie esportazioni ad un tasso del 7,8 per cento, un valore decisamente inferiore anche rispetto a regioni della stessa area geografica (la Lombardia ad esempio ha visto una variazione del 16,3%, mentre le Liguria del 24,2%). Dopo anni difficili sembra iniziata una discreta ripresa delle vendite di Umbria, Toscana e Lazio, che però a tutto il 2005 presentano ancora quote molto basse, conseguenza della lenta crescita mantenuta in questi ultimi anni.

L'andamento positivo o meno dell'export è la conseguenza di performance regionali differenti, che risentono sia della diversa specializzazione settoriale delle vendite che di fattori concretamente legati al territorio. Proprio partendo da queste basi l'ISTAT ha redatto uno studio in grado di mostrare quali siano stati i motivi principali alla base di una certa dinamica delle vendite all'estero. La dinamica regionale complessiva è stata ricondotta a tre componenti che rappresentano: le tendenze generali che sono andate ad influenzare la domanda estera, la specializzazione settoriale ed una componente territoriale. Come mostrato dalla Tabella 8, l'effetto legato alla competitività territoriale risulta positivo solo per l'area Nord orientale dell'Italia (4,9%), mentre è significativamente negativo per l'Italia centrale (-5%) e per quella insulare (-14%).

La specializzazione settoriale ha invece favorito nell'ultimo quinquennio le esportazioni del Mezzogiorno e in particolare dell'Italia insulare, che hanno visto influenzare positivamente la crescita di vendite all'estero di queste regioni con variazioni rispettivamente del 9,7 e del 41,7 per cento. Il medesimo effetto presenta un contributo molto limitato nell'Italia Nord occidentale (+1,1%), mentre risulta negativo nel Nord est (-2,7%) e nell'Italia centrale (-4,2%).

Tabella 8. Esportazioni complessive e scomposizione della variazione percentuale delle esportazioni per ripartizione geografica e regione – 2000-2005 (fonte: ISTAT)

RIPARTIZIONI GEOGRAFICHE REGIONI	2005		Variazioni 2005/2000 (c)	Componenti della variazione		
	Valori in milioni di euro	Composizione %		Componente nazionale	Effetto specializzazione	Effetto territoriale
NORD-CENTRO	257.064	86,9	14,9	13,5	-0,5	1,9
Nord-ovest	120.895	40,9	14,3	13,5	1,1	-0,3
Piemonte	31.768	10,7	7,8	13,5	-0,1	-5,6
Valle d'Aosta	494	0,2	27,9	13,5	10,6	3,7
Lombardia	84.419	28,5	16,3	13,5	1,5	1,4
Liguria	4.214	1,4	24,2	13,5	2,3	8,4
Nord-est	91.588	31,0	15,7	13,5	-2,7	4,9
Trentino-Alto Adige	5.199	1,8	22,8	13,5	1,6	7,6
Veneto	39.621	13,4	8,5	13,5	-4,7	-0,3
Friuli-Venezia Giulia	9.639	3,3	8,9	13,5	-3,6	-1,0
Emilia-Romagna	37.129	12,6	25,6	13,5	-0,7	12,8
Centro	44.581	15,1	4,3	13,5	-4,2	-5,0
Toscana	21.570	7,3	1,8	13,5	-7,6	-4,1
Umbria	2.782	0,9	22,0	13,5	4,0	4,5
Marche	9.370	3,2	26,4	13,5	-5,0	17,9
Lazio	10.858	3,7	-8,6	13,5	0,8	-22,9
MEZZOGIORNO	33.671	11,4	18,2	13,5	9,7	-4,9
Sud	22.592	7,6	9,5	13,5	-2,5	-1,4
Abruzzo	6.299	2,1	24,1	13,5	-3,5	14,1
Molise	605	0,2	23,8	13,5	-2,3	12,7
Campania	7.536	2,5	-1,5	13,5	-1,7	-13,3
Puglia	6.739	2,3	12,0	13,5	-2,1	0,6
Basilicata	1.100	0,4	1,0	13,5	-7,3	-5,2
Calabria	314	0,1	5,6	13,5	3,3	-11,2
Isole	11.079	3,7	41,0	13,5	41,7	-14,1
Sicilia	7.277	2,5	34,3	13,5	37,1	-16,2
Sardegna	3.802	1,3	56,1	13,5	51,9	-9,3
Province diverse e non specificate	5.004	1,7	11,3	-	-	-
ITALIA	295.739	100,0	13,5	-	-	-

Per comprendere le cause delle variazioni legate alla specializzazione settoriale è necessario analizzare quale sia stato il ritmo di crescita italiano ed internazionale dei diversi settori negli ultimi cinque anni. Come detto in precedenza, a livello nazionale, i comparti che hanno registrato i maggiori tassi di crescita sono quelli dei prodotti energetici, chimici, del metallo e, in parte, alimentari. Al contrario dinamiche negative sono state rilevate per alcuni comparti tipici del Made-in-Italy, come il settore dei prodotti in legno, del cuoio, dell'abbigliamento e della lavorazione dei minerali non metalliferi. È quindi chiaro che il contributo dato dall'effetto di specializzazione settoriale alla crescita regionale dipenda in primo luogo dalla domanda per una certa categoria di beni e dallo stato di salute di un determinato settore.

Proprio per tale motivo è evidente come il maggior sostegno alla vivacità delle vendite del Mezzogiorno sia stato fornito dalla grande industria a forti economie di scala, caratterizzata da una notevole espor-

tazione di prodotti energetici ed, in parte, chimici. In questo senso è così possibile spiegare l'intensa crescita delle esportazioni in Puglia (grazie alla siderurgia), in Campania ed Abruzzo (grazie alla produzione di mezzi di trasporto e di prodotti elettronici) e, soprattutto, in Sicilia e Sardegna (grazie alla specializzazione nel settore petrolchimico). Allo stesso modo si possono comprendere le difficoltà riscontrate dalle regioni che risultano fortemente specializzate in prodotti molto legati alla tradizione produttiva italiana, come quelli del cuoio o del tessile.

Spesso si tende ad confondere l'intervento italiano all'estero come un'iniziativa nazionale, alla quale partecipano unitamente aziende di diversa dimensione e collocazione geografica. Come è possibile osservare dalla Tabella 9 risulta molto significativo essere in grado di distinguere quali siano le esportazioni delle singole regioni in una data area, così da comprendere meglio le ragioni alla base degli scambi commerciali con l'estero. È intuibile che, a livello assoluto, tutte le regioni italiane abbiano concentrato il proprio export principalmente verso le nazioni dell'Unione Europea, e questo probabilmente per la vicinanza geografica e mentale che esiste con gli stati comunitari e che invece viene logicamente meno nei confronti di Paesi di altri continenti. Bisogna ricordare che la possibilità di scambiare merci con nazioni molto distanti dall'Europa senza dover sostenere alti costi di transazione, è un vantaggio relativamente recente e che quindi dà un'ulteriore possibile spiegazione al monte di esportazioni verso l'UE rispetto alle altre aree mondiali. Proprio per comprendere quale è oggi la reale dinamica delle vendite verso estero, senza "sporcare" le proprie analisi con valori di un passato in cui non si poteva parlare di mercato globale, i dati maggiormente interessanti sono quelli riguardanti le variazioni delle esportazioni regionali dal 2004 al 2005.

Tabella 9. Esportazioni delle regioni italiane nel 2005 (valori in milioni di euro e variazioni percentuali sul periodo corrispondente) (Fonte: elaborazioni su dati ISTAT)

REGIONI	Unione Europea a 25	di cui U.E. a 15	Europa centro orientale	Altri paesi europei	Africa setten- trionale	Altri paesi africani	America setten- trionale	America centro meridionale	Medio oriente	Asia centrale	Asia orientale	Oceania e Altri Territori	Mondo
VALORI													
ITALIA NORD OCCIDENTALE	72.553	65.263	12.776	10.077	2.752	1.517	8.967	3.519	4.770	1.376	8.363	1.516	120.895
Piemonte	21.381	18.994	3.468	2.515	649	272	1.752	872	790	203	1.974	290	31.768
Valle d'Aosta	279	257	31	123	2	3	22	18	2	1	34	1	494
Lombardia	48.872	44.158	9.041	7.221	1.930	1.172	6.831	2.335	3.490	1.091	6.131	1.019	84.419
Liguria	2.021	1.864	237	218	171	71	362	295	488	80	224	206	4.214
ITALIA NORD ORIENTALE	52.636	46.821	12.904	5.100	1.763	1.042	9.579	2.847	3.665	976	5.688	1.184	91.586
Trentino Alto Adige	3.784	3.551	384	302	36	19	544	55	78	13	184	34	5.199
Veneto	22.188	19.534	6.376	2.305	776	398	4.067	1.200	1.448	387	2.626	507	39.621
Friuli Venezia Giulia	5.823	4.913	1.776	430	147	81	525	544	558	151	435	80	9.639
Emilia Romagna	20.843	18.823	4.369	2.063	824	547	4.442	1.048	1.582	425	2.443	563	37.129
ITALIA CENTRALE	23.879	21.694	5.341	3.456	993	671	4.760	1.570	1.769	389	3.411	626	44.581
Toscana	10.795	10.084	2.022	1.571	523	420	2.862	839	1.015	222	1.967	247	21.570
Umbria	1.360	1.260	325	136	41	40	262	316	50	19	305	29	2.782
Marche	5.635	4.966	1.997	439	174	73	662	186	298	77	397	101	9.370
Lazio	6.089	5.383	898	1.311	255	139	1.175	229	406	71	742	249	10.858
MEZZOGIORNO	20.253	18.907	2.391	2.102	2.001	716	3.049	748	1.499	179	1.724	353	33.671
Abruzzo	4.559	4.114	724	220	77	28	415	83	157	18	438	27	6.299
Molise	352	323	84	26	19	2	54	8	19	2	62	7	605
Campania	4.365	4.175	441	497	201	333	879	141	187	57	490	133	7.535
Puglia	4.449	4.284	640	236	186	52	563	80	186	25	430	56	6.739
Basilicata	924	859	87	43	9	6	30	3	25	4	29	5	1.100
Calabria	182	175	18	16	4	12	29	5	12	11	29	3	314
Sicilia	3.304	2.995	225	795	1.128	164	726	292	611	40	203	99	7.277
Sardegna	2.118	1.983	172	270	377	120	353	136	302	23	43	23	3.802
VARIAZIONI													
ITALIA NORD OCCIDENTALE	3,7	3,7	10,5	4,5	0,7	17,8	10,4	13,7	3,9	29,2	2,7	11,6	5,6
Piemonte	1,9	1,5	6,2	-1,6	6,3	23,8	-0,5	0,6	-5,7	21,1	0,8	-4,8	1,6
Valle d'Aosta	-1,6	-0,2	-5,4	-0,4	-39,7	72,8	15,0	47,1	-12,3	2,1	66,1	-29,7	4,0
Lombardia	4,5	4,7	11,9	6,7	-3,4	18,0	11,8	13,8	3,6	30,8	3,0	16,4	6,6
Liguria	6,8	3,7	25,7	12,1	41,0	-3,8	54,6	80,8	27,1	31,1	7,8	16,5	17,0
ITALIA NORD ORIENTALE	-1,8	-2,8	9,8	2,8	1,8	15,6	8,3	3,3	23,6	23,7	3,1	2,8	2,3
Trentino Alto Adige	3,3	2,5	14,8	-4,1	9,6	32,4	15,1	16,6	10,3	-2,7	2,6	6,0	4,5
Veneto	-5,1	-6,1	4,9	-1,3	-0,6	15,8	-0,6	1,5	23,5	12,5	1,5	4,0	-1,5
Friuli Venezia Giulia	-8,5	-10,4	12,1	-1,3	2,0	25,8	2,3	-16,7	103,0	32,5	-18,9	-1,0	-2,5
Emilia Romagna	3,2	2,2	16,6	10,0	3,8	13,6	18,0	20,1	9,3	33,8	10,4	2,2	7,7
ITALIA CENTRALE	-0,1	-0,8	7,1	-4,3	-17,9	25,9	-1,4	6,1	1,2	-4,3	1,9	-6,3	0,0
Toscana	-0,5	-0,9	18,9	2,4	-31,6	26,5	-7,3	-2,5	1,8	-8,9	-2,2	-27,2	-1,2
Umbria	-5,4	-5,2	9,2	-3,9	-7,7	20,3	4,3	38,1	11,9	64,9	25,9	25,4	5,1
Marche	5,8	6,2	-1,0	13,6	-1,9	26,4	-7,7	15,7	17,1	16,2	13,1	10,1	4,6
Lazio	-3,0	-5,3	2,6	-15,3	14,6	25,5	18,8	-0,2	-10,0	-16,6	-0,3	16,2	-2,7
MEZZOGIORNO	9,1	9,6	12,7	6,5	40,1	27,9	2,1	75,2	28,6	41,3	-6,3	-8,4	11,3
Abruzzo	7,6	7,2	15,4	-1,9	-4,4	19,8	-27,7	2,9	22,3	-17,6	-0,1	-4,5	3,9
Molise	2,3	1,0	38,6	26,9	119,4	-68,8	27,0	40,9	72,0	50,6	18,2	-5,7	13,3
Campania	3,5	4,5	11,2	-22,3	17,2	2,9	26,1	23,6	-7,3	88,0	-2,1	-24,9	3,9
Puglia	4,1	4,7	8,2	4,0	29,9	-12,5	-20,8	-22,2	1,9	-7,9	87,4	1,0	5,0
Basilicata	-8,3	-9,2	2,6	-49,2	26,3	-4,7	-59,2	-28,3	2,3	-42,7	34,9	-23,5	-13,1
Calabria	-10,2	-10,1	6,6	0,2	-48,3	239,7	-2,8	-65,3	-53,5	452,7	-19,5	-1,7	-10,5
Sicilia	23,2	23,9	37,7	43,4	101,9	52,5	19,0	309,2	36,3	201,8	-60,0	2,9	31,2
Sardegna	32,3	36,8	-4,4	29,4	-16,4	284,2	42,2	313,6	110,4	-7,4	-20,0	104,5	34,2

Nel 2005 si sono registrate crescite notevoli delle esportazioni di tutte le regioni italiane verso le aree economiche emergenti. Le esportazioni di beni prodotti nell'Italia settentrionale hanno visto incrementare notevolmente il proprio valore a vantaggio soprattutto dei Paesi dell'Africa centro meridionale (le crescita delle esportazioni del nord verso tale area è di circa il 16 per cento rispetto al 2004) e dell'Asia centrale (dove la crescita è stata del 29,2 per cento nel Nord ovest e del 23,7 per cento nel Nord est). Lombardia e Liguria hanno inoltre accresciuto molto il proprio export anche in America centro meridionale (un'area matura), mentre Friuli e Veneto hanno incrementato considerevolmente le esportazioni verso il Medio oriente (la crescita delle stesse da parte del Friuli è stata addirittura del 103 per cento, quella del Veneto del 23 per cento). Se si fa eccezione per le esportazioni del Nord est rivolte ai Paesi UE, le regioni del Nord non hanno visto alcuna riduzione delle proprie vendite all'estero rispetto all'anno precedente, confermando così la rinata voglia di affermarsi con costanza nelle nazioni in via di sviluppo.

Il Centro Italia ha mostrato segnali di crescita soprattutto nelle nazioni dell'Africa sub-sahariana, vedendo però ridursi notevolmente le vendite a favore delle nazioni del Nord Africa (-17,9%), dell'Oceania (-6,3%) e dell'Asia centrale (-4,3%).

I dati più interessanti riguardano tuttavia il Mezzogiorno. Nel 2005 le regioni appartenenti a tale area sembrano quasi essersi interessate per la prima volta ad esportare verso Paesi emergenti e non. I tassi di crescita delle regioni insulari risultano infatti eccezionalmente elevati, con incrementi delle esportazioni di circa il 310 per cento verso l'America meridionale, il 202 e 102 per cento da parte della Sicilia rispettivamente verso l'Asia centrale e l'Africa settentrionale, incrementi delle esportazioni verso l'Africa centro meridionale da parte di Sardegna e Calabria rispettivamente del 284,2 e del 239,7 per cento. In realtà sembra essersi attuata una maggiore consapevolezza delle regioni del Mezzogiorno su dove conviene loro andare ad esportare e dove non risulti più conveniente; questo potrebbe infatti spiegare non solo i tassi di crescita così alti verso certe zone, ma anche le riduzioni notevoli che le esportazioni di Puglia, Basilicata, Calabria e Sicilia hanno registrato in altre aree.

Per quanto riguarda gli Investimenti Diretti all'estero, a fronte di un calo della quota della Lombardia, rispetto agli IDE italiani, risulta in crescita il profilo di quelli del Veneto, dell'Emilia Romagna e delle Marche. Si nota a tal proposito un certo grado di complementarietà tra le esportazioni delle regioni e i loro investimenti oltre confine¹⁸.

¹⁸ La distribuzione territoriale degli IDE in entrata risulta abbastanza stabile; l'incidenza del Mezzogiorno è perfino più bassa che sulle esportazioni.

1.3 L'effetto della dimensione aziendale sull'internazionalizzazione

L'economia italiana risulta caratterizzata dalla forte presenza di imprese medie e piccole, fatto non particolarmente rilevante nelle altre principali economie europee (con l'eccezione di Spagna e Portogallo). La grande impresa occupa in Italia circa il 27% degli addetti dell'industria manifatturiera, contro il 48% e il 56% rispettivamente di Francia e Germania. Una struttura di questo genere si riflette anche sulle dinamiche dell'internazionalizzazione italiana.

A livello generale possiamo osservare come le imprese possano rivolgersi all'estero attraverso la semplice esportazione oppure, in modo più intenso, attraverso una delocalizzazione produttiva. Inoltre l'internazionalizzazione avviene in maniera differente nel caso le imprese ad oggetto siano piccole, medie oppure grandi imprese.

Nel corso del biennio 2004-05 il numero di *esportatori* italiani è continuato ad aumentare, nonostante gli andamenti spesso poco brillanti delle esportazioni stesse. I principali protagonisti di tale incremento sono da ricercarsi soprattutto nella grande impresa italiana, che, nel 2005, ha registrato un incremento delle proprie esportazioni del 9,4 per cento, contro una crescita media del 5,4 per cento. Così come accaduto nel 2004, il ricavo medio per operatore è cresciuto molto, ad un tasso superiore di 10 punti percentuali rispetto a quello del 2000. Gli operatori più piccoli hanno probabilmente risentito della dinamica poco favorevole dei tradizionali mercati di sbocco delle loro esportazioni e della specializzazione settoriale particolarmente esposta alla concorrenza dei Paesi emergenti. Questi dati risultano in linea con una tendenza progressiva, avviata nella seconda metà degli anni novanta, che ha visto diminuire progressivamente la quota di esportazioni italiane facenti capo alle piccole imprese, che è sì è ridotta di oltre tre punti percentuali dal 1996 al 2004.

I piccoli esportatori sono inoltre caratterizzati da un minore grado di diversificazione rispetto alle imprese più grandi: per le piccole imprese il numero di aree medio a cui viene rivolta l'attività aziendale è 2, contro i 5 e 6 rispettivamente della media e grande impresa. Questo mostra una delle possibili motivazioni che ha portato forti difficoltà alle aziende più piccole: a queste imprese è sostanzialmente mancata la possibilità di rinforzare la debolezza della domanda europea con la migliore dinamica delle aree più distanti e, di conseguenza, non è stato per loro possibile tenere il passo della crescita del commercio internazionale.

Per quanto concerne l'*internazionalizzazione produttiva*, l'Italia presenta valori inferiori rispetto alla media dei principali Paesi europei; nel 2004 ad esempio lo stock di IDE in percentuale sul PIL è stato per l'Italia pari al 16,7%, contro il 38% della Francia, il 31% della Germania e il 33,5% della Spagna¹⁹. Questo è in parte causato dalla natura stessa delle imprese italiane, che risultano essere PMI in percentuale maggiore rispetto agli altri Paesi europei. Dal momento che, per poter operare investimenti all'estero in maniera efficace, è necessario possedere ampie disponibilità finanziarie e strutture operative adeguate, le PMI si trovano ad avere maggiori difficoltà nel conferire ampie risorse alla delocalizzazione stessa, in quantità tale da influenzare in maniera decisa l'indicatore considerato in precedenza.

Nonostante ciò, le imprese italiane hanno intrapreso dal 2004 una prospettiva di crescita della loro proiezione internazionale. Confrontando le due modalità di internazionalizzazione, commerciale e produttiva, quest'ultima ha messo in luce una dinamica più sostenuta: fra il 1995 e il 2004 il fatturato di partecipate estere manifatturiere è cresciuto di circa il 37%, 2 punti percentuali in più rispetto alle espor-

tazioni. In particolare, nel corso degli anni novanta, è avvenuto un vero e proprio inseguimento multinazionale, riducendo il divario rispetto alla media dei Paesi industrializzati. Anche dopo il 2001, il clima freddo che ha colpito anche gli IDE ha influenzato solo in parte tale fenomeno; nonostante una diminuzione del fatturato e degli addetti impiegati all'estero, il numero delle imprese partecipate ha infatti continuato a crescere.

I principali protagonisti della crescita multinazionale sono riconducibili al gruppo della piccola e media impresa. Negli ultimi dieci anni il numero degli addetti all'estero delle partecipate manifatturiere di piccole imprese è più che quadruplicato, portando la quota dei suoi occupati dal 3,3 al 7,6%. In particolare a partire dal 2000 l'internazionalizzazione produttiva delle piccole imprese ha accelerato la sua crescita, risultando più dinamica di quella delle grandi aziende. Anche le medie imprese hanno avuto una forte crescita in questo periodo passando dal 4,2 al 9,2%, mentre il peso della grande impresa si è ridotto, nel medesimo periodo, di circa 10 punti percentuali (passando dal 90 all'83% circa).

1.3.1 Piccole imprese

Analizzando i mercati di destinazione delle piccole imprese è possibile cogliere come la distanza e i costi a questa connessi siano i principali fattori che condizionano l'internazionalizzazione delle imprese dalla dimensione più ridotta, le quali hanno una presenza più marcata nelle aree maggiormente vicine all'Italia, specialmente nei Paesi dell'Europa orientale. In termini di quota sulle *esportazioni* italiane, fra le aree sviluppate il livello è in linea al suo valore medio nei Paesi europei, è invece inferiore in America settentrionale. Fra le aree emergenti particolarmente elevata è la presenza in Africa settentrionale e in Medio Oriente (circa 32% in entrambe le aree), mentre il differenziale con il livello medio è leggermente negativo nel resto del continente asiatico. Dal punto di vista delle piccole imprese l'evoluzione del commercio internazionale negli ultimi anni è stata piuttosto sfavorevole. La lontananza dei motori della crescita ha infatti penalizzato maggiormente questa categoria di aziende presenti su tali mercati, sebbene per il futuro sembri che l'orientamento geografico delle esportazioni delle PMI sia in trasformazione e si stia muovendo specialmente verso l'Asia Orientale.

Per quanto riguarda la *delocalizzazione produttiva*, rispetto a un livello medio del 5%, la quota delle piccole imprese sugli addetti all'estero è più elevata nell'area dell'Europa centro orientale, in Africa settentrionale e in Medio Oriente. L'Est Europa (soprattutto Romania) in particolare è l'area in cui la quota delle piccole imprese è più elevata, il 13% circa degli addetti di imprese italiane, e dove essa è cresciuta maggiormente fra il 2001 e il 2005. La vicinanza geografica e i costi contenuti della manodopera fanno sì che l'area sia ormai una meta privilegiata delle iniziative estere di piccole imprese, soprattutto concentrate nei settori *labour intensive*. Anche in Asia orientale la quota delle piccole imprese sul totale degli addetti è di poco superiore a quella media, mentre è più contenuta nelle aree maggiormente sviluppate, America settentrionale ed Europa occidentale in particolare.

Analizzando le *esportazioni* per comparto di attività economica, appare che il peso delle piccole imprese è particolarmente elevato nei servizi. Operatori di dimensioni ridotte caratterizzano le esportazioni del commercio all'ingrosso, dove la loro quota è superiore all'80%. Per quanto riguarda il manifatturiero, i settori a maggiore presenza di piccole imprese sono quelli tradizionali, specialmente quelli del legno e delle calzature (con quote superiori al 40%) e quelli tessili, alimentari e di materiali per l'edilizia (con quote che si aggirano sul 30%). Nonostante questi settori siano quelli in cui le piccole imprese sono maggiormente concentrate, negli ultimi anni si è vista una forte riduzione delle quote, soprattutto a causa dell'attività di nuove organizzazioni con sede nei Paesi emergenti.

¹⁹ Durante il 2004 la media mondiale è stata pari al 24%.

I settori tradizionali sono i comparti a maggiore presenza di piccole imprese anche sul fronte dell'*internazionalizzazione produttiva*. Come per le esportazioni, i settori più rilevanti sono quelli del legno (con quote per le piccole imprese sugli addetti superiori al 40%) e quelli del tessile, dell'abbigliamento e delle calzature (con quote comprese fra il 12 e il 20%). A differenza delle esportazioni però, le quote delle aziende più piccole in questi settori si sono rafforzate negli ultimi anni, confermando quindi lo sforzo delle piccole imprese italiane a mantenere una forte specializzazione anche a livello internazionale.

1.3.2 Medie imprese

Le imprese di medie dimensioni costituiscono il 6% degli esportatori italiani e, nel biennio 2004-05, hanno avuto una quota sul valore delle esportazioni pari a circa 28% (quota cresciuta di circa lo 0,5% negli ultimi dieci anni).

I minori vincoli dimensionali rispetto alle piccole imprese, permettono alle medie imprese una maggiore diversificazione dei propri mercati e una presenza più marcata anche nelle aree distanti. Oltre che in Europa la quota delle medie imprese sulle *esportazioni* italiane è relativamente elevata anche in America settentrionale, dove raggiunge la sua percentuale massima (29%). Se da una parte, le medie imprese, come le grandi, sono riuscite a mantenere quote di rilievo anche nei mercati dalla crescita meno vivace, come l'America Latina, dall'altra sono state in grado di avvicinarsi alla dinamicità delle piccole imprese, mettendo in evidenza una notevole capacità di sviluppo nei mercati emergenti: in Asia orientale, ad esempio, sono passate dal 26,9% al 27,3% delle esportazioni italiane. Buoni incrementi si sono avuti anche in mercati maturi come quelli dell'America settentrionale.

Per quanto concerne l'*internazionalizzazione produttiva*, il ruolo delle medie imprese è stato centrale nelle aree emergenti. In particolare raggiunge il livello massimo nell'Est Europa, con circa un quinto degli addetti impiegati (in crescita negli ultimi anni). Rispetto alla piccola impresa, la media è in grado di sfruttare meglio le opportunità offerte dal continente asiatico, dove la sua quota sugli addetti impiegati all'estero è di circa il 12%, rispetto ad un livello medio dell'8,4%. La delocalizzazione delle medie imprese risulta invece abbastanza limitata nell'Europa occidentale e in America settentrionale (con quote sugli addetti impiegati in crescita negli ultimi anni, ma inferiori comunque al 5%).

Così come per le imprese dalle dimensioni minori, i settori in cui maggiormente si concentra l'*esportazione* delle medie imprese sono costituiti dalla produzione di beni in legno, in metallo e dalle calzature (dove la quota delle medie imprese è di circa il 40%). Un'incidenza superiore alla norma viene fatta risultare anche nei settori alimentari, in quelli legati ai prodotti tessili e a quelli dei materiali per l'edilizia. L'andamento della quota negli ultimi anni è stato variabile in base al settore preso in considerazione: generalmente negativo nei settori tradizionali (con l'eccezione dell'industria tessile e dei mobili), ma decisamente positivo nell'industria meccanica ed elettronica. L'*internazionalizzazione produttiva* delle medie imprese presenta un quadro abbastanza simile a quello delle esportazioni: i settori verso cui esse si indirizzano maggiormente sono infatti i settori meccanici, elettronici e degli strumenti di precisione, nonché quelli tradizionali del legno, tessile, calzaturificio e abbigliamento.

1.3.3 Grandi imprese

Nonostante dal 2001 siano stati registrati notevoli disinvestimenti, anche durante il 2005 è risultato particolarmente rilevante il ruolo della grande impresa all'interno dell'*internazionalizzazione produttiva*: tale categoria raggruppa circa il 20% degli investitori italiani e oltre l'80% degli addetti impiegati all'estero. Alle prime dieci multinazionali italiane è riconducibile circa il 30% degli addetti delle partecipate estere e oltre il 40% del loro fatturato.

L'elevata diversificazione geografica è un elemento centrale nelle politiche di *esportazione* delle grandi imprese italiane. Almeno la metà di esse risulta operante in tutte le aree, con l'esclusione della sola Asia centrale, dove ne arriva comunque circa il 45%. La grande impresa italiana, rispetto alla media mondiale, è maggiormente presente in Asia Orientale, in America Latina e in Africa Settentrionale. Nonostante la buona crescita degli ultimi anni, risulta ancora sotto la media la presenza delle grandi industrie italiane in Medio Oriente. Come già accennato in precedenza si osservi come tale categoria di imprese, a differenza delle piccole imprese, sia riuscita a mantenere quote rilevanti anche nei mercati meno dinamici degli ultimi anni.

Con riferimento all'*internazionalizzazione produttiva* bisogna osservare come non giochi un ruolo particolarmente rilevante la distanza dell'area in cui si va ad investire (cosa che era invece proibitiva per le PMI). Il peso delle grandi imprese italiane in Europa centro orientale risulta abbastanza basso rispetto alla media (67% contro 85% di media), mentre, come per le esportazioni, la presenza in America Latina raggiunge i suoi livelli massimi, soprattutto grazie ai fortissimi investimenti che erano stati operati già dai primi anni ottanta. A differenza delle PMI, diversa risulta la strategia operata dalla grandi imprese nel momento in cui devono decidere dove andare ad operare: non sembra tanto importante minimizzare i costi, quanto invece risulta di primaria importanza riuscire ad acquisire i vantaggi competitivi offerti dalla prossimità dei mercati finali. Anche per l'*internazionalizzazione produttiva*, rispetto alle altre classi dimensionali, la grande impresa tende a privilegiare l'Europa occidentale piuttosto che quella orientale: nei Paesi dell'Unione Europea oltre il 90% degli addetti in partecipate estere è infatti riferibile a grandi imprese (lo stesso accade in America Settentrionale).

Per quanto riguarda i settori di interesse si osservi come la percentuale delle *esportazioni* delle grandi imprese manifatturiere italiane è in media del 47%, ma risulta più bassa nei settori tradizionali dove non supera il 40% (esattamente il contrario delle PMI). Nella meccanica la quota è in linea con la media, mentre è decisamente sopra la media nei mezzi di trasporto, nel settore farmaceutico, nella chimica e nelle apparecchiature elettriche. La maggiore crescita della quota si è avuta però nel settore del legno e del tessile, settori tradizionali, con quote quindi storicamente basse, ma in crescita.

I settori di specializzazione delle esportazioni sono anche quelli in cui le grandi imprese sono maggiormente attive dal punto di vista degli *investimenti effettuati*. Le principali attività sono da riferirsi infatti ai mezzi di trasporto, prodotti energetici, apparecchiature elettriche, chimica e farmaceutica. Rispetto alle esportazioni inoltre la proiezione all'estero sotto forma di insediamenti produttivi è inoltre maggiormente accentuata nell'industria alimentare e nei materiali per l'edilizia, dove circa il 90% degli addetti all'estero è riconducibile alle grandi imprese. Gli anni più recenti hanno mostrato in generale una tendenza della grande industria a ridurre le proprie quote dell'*internazionalizzazione* del sistema produttivo italiano, specialmente nel settore della meccanica, dove la quota sugli addetti all'estero si è ridotta di circa quattro punti percentuali.

CAPITOLO 2. GLI ORGANISMI NAZIONALI A SOSTEGNO DELL'INTERNAZIONALIZZAZIONE (di L.L. Etro, O. Pettinato)

2.1 Incentivi e assistenza a sostegno dell'internazionalizzazione

Quando parliamo di “sostegno pubblico a favore degli investimenti all'estero delle imprese italiane” facciamo riferimento ad un sistema articolato, che comprende un ampio spettro di soggetti attivi, i quali, a loro volta, utilizzano vari mezzi di intervento. Questi strumenti in particolare possono venire categorizzati in tre livelli di intervento, dissimili ma complementari tra loro.

Il primo di questi livelli è costituito dalle attività di **indirizzo e coordinamento**, fondamentali per stabilire le priorità strategiche del sostegno pubblico e per gestire gli equilibri fra le misure di supporto all'internazionalizzazione e altre forme di aiuto alle imprese. I soggetti che principalmente curano questo tipo di sostegno possono essere ricondotti direttamente al Governo italiano, dal momento che le linee di intervento vengono stabilite dal Ministero del Commercio Estero (area internazionalizzazione), dal Ministero dell'Economia e dal Ministero degli Affari Esteri.

Il secondo livello di intervento ha ad oggetto l'**assistenza alle imprese**. Al fine di sostenere i soggetti intenzionati ad investire all'estero, si fornisce loro una serie di servizi che vanno dalla prima informazione alla promozione internazionale, in modo che le aziende stesse siano in grado di comprendere ed utilizzare gli strumenti maggiormente adeguati alle loro necessità. È a questo livello che può essere ricondotta l'attività svolta da soggetti come l'ICE, FINEST, le Camere di Commercio e le rappresentanze diplomatiche all'estero. L'assistenza si concretizza in servizi quali il trasferimento di informazioni in materia doganale, fiscale o contrattualistica, attraverso un monitoraggio continuo dei mercati esteri e delle opportunità presenti negli stessi, attraverso la promozione dell'azienda all'estero anche tramite la partecipazione a fiere e congressi nei Paesi dove l'imprenditore desidera maggiore visibilità.

L'ultima categoria di interventi a sostegno dell'internazionalizzazione è costituita dagli **incentivi fiscali e finanziari** messi a disposizione in vario modo dallo Stato. Tali operazioni includono operazioni assicurative e di finanza agevolata da parte delle società per azioni a prevalente partecipazione pubblica, SACE, SIMEST e FINEST e i fondi per l'internazionalizzazione del Ministero del Commercio Internazionale.

Particolarmente utile risulta capire quanto effettivamente le imprese italiane siano ricorse agli strumenti volti al sostegno dell'internazionalizzazione; a tal riguardo è interessante analizzare i dati forniti da un'indagine svolta dal Centro Europa Ricerche e dall'ICE, confluiti in una banca dati che permette di considerare congiuntamente il ricorso di oltre 4000 aziende italiane a diverse modalità di internazionalizzazione, dalle esportazioni, alla delocalizzazione della produzione, all'investimento all'estero, il tutto per il decennio che è terminato nel 2003.

Tabella 10. Assistenza all'estero per classe di impresa e enti di sostegno

	Fino a 50 dipendenti	51-250	oltre 250
ICE	66,9%	50,4%	42,4%
Ambasciate	6,3%	3,8%	27,8%
Camere di Commercio	27,6%	34,0%	21,6%
Regioni	2,7%	0,0%	310,0%
Altro	20,2%	30,8%	60,1%

Fonte CER-ICE

Tabella 11. Propensione delle imprese italiane a ricorrere ad assistenza all'estero e incentivi, per modalità di internazionalizzazione

	% di imprese che hanno ricevuto assistenza all'estero	% di imprese che hanno fatto ricorso ad incentivi fiscali e/o finanziari
Imprese che dichiarano di non esportare	0,5%	33,2%
Imprese che internazionalizzate via esportazioni	8,0%	40,5%
Imprese che hanno delocalizzato la produzione in Est Europa	7,4%	41,8%
Imprese che controllano filiali all'estero	12,0%	46,7%
Imprese che controllano filiali solo commerciali all'estero	11,7%	54,9%
Imprese che controllano filiali produttive all'estero	12,2%	41,0%
Totale	5,5%	38,0%

Fonte CER-ICE

Dalla Tabella 10 si evince che le istituzioni maggiormente utilizzate fino al 2003 erano l'Istituto per il Commercio all'Estero e le Camere di Commercio, rispettivamente con il 66,9% e il 27,6% sul numero di imprese che hanno ricevuto assistenza fino al 2002. Meno rilevante è stato invece il ruolo delle rappresentanze consolari e delle Regioni (rispettivamente 6,3% e 2,7%). Si noti inoltre come, al crescere delle dimensioni aziendali, il ricorso ad ICE diminuisca (dal 66,9% per le imprese più piccole, al 42,4% per le imprese molto grandi) e questo perché tale ente si rivolge soprattutto alle PMI, mentre è esattamente il contrario per le Ambasciate.

La Tabella 11 evidenzia come fino al 2003 le imprese, fra quelle considerate, che avevano dichiarato di aver ricevuto assistenza all'estero erano solo il 5,5% delle imprese italiane internazionalizzate, un dato abbastanza contenuto. Altra informazione che è possibile estrarre da questa seconda tabella è che esistono interessanti differenze tra le aziende in base al modo in cui esse vengono coinvolte nei processi di internazionalizzazione; se da un lato attorno all'8% delle imprese esportatrici o che delocalizzano la produzione ricorrono all'assistenza degli operatori italiani all'estero, la percentuale sale sensibilmente tra le imprese che controllano stabilimenti produttivi e filiali commerciali all'estero. In altre parole si no-

ta come sono proprio le imprese multinazionali a ricorrere maggiormente ai servizi di sostegno pubblico, mentre le aziende che si rivolgono al mercato estero in maniera più saltuaria lo fanno spesso autonomamente.

Se il ricorso all'assistenza esterna non ha avuto particolare successo fino al 2003, diverso è invece stato l'utilizzo degli incentivi fiscali e finanziari, che ha coinvolto mediamente il 38% delle imprese internazionalizzate. Le misure maggiormente utilizzate hanno riguardato in generale le agevolazioni per gli investimenti, seguite dagli strumenti in favore della ricerca e dell'innovazione.

I dati a disposizione non permettono di isolare le sole misure per l'internazionalizzazione, ma si nota come, anche per gli incentivi fiscali e finanziari, esistono importanti differenze tra le aziende diversamente coinvolte nei processi di internazionalizzazione. Anche in questo caso infatti si nota come le imprese che maggiormente ricorrono a queste tipologie di sostegno sono le società che non solo esportano, ma che tendono ad avere impianti produttivi all'estero, mentre le aziende che risultano internazionalizzate esclusivamente attraverso l'esportazione utilizzano gli incentivi fiscali e finanziari in percentuale inferiore alla media.

Sempre con riferimento al decennio terminato nel 2003 si osserva come l'Europa centro-orientale sia la zona geografica verso la quale si sono rivolte maggiormente le imprese italiane fruitrici dei sostegni finanziari pubblici. A favore di quest'area le aziende hanno potuto beneficiare di un ampio spettro di servizi, da quelli finanziari offerti da SIMEST e FINEST, a quelli assicurativi di SACE.

2.1.1 La rete integrata per l'internazionalizzazione

Fino agli anni '90 uno dei principali sostegni all'internazionalizzazione delle imprese italiane era rappresentato dalla possibilità di svalutare la lira. Dal momento che oggi questa opzione non è più attuabile, si è reso necessario trovare una strada nuova ed efficace per riuscire a mantenere alta la competitività delle aziende della Penisola all'estero. A tal fine il 25 gennaio 2006, durante la Convention ICE, sette delle principali organizzazioni per lo sviluppo internazionale del Sistema Italia si sono radunate a Roma per concludere un accordo di cooperazione, attraverso il quale definire una rete integrata per semplificare alle imprese l'accesso ai mercati esteri. I soggetti attivi in tale progetto sono ICE, SIMEST, SACE, SVILUPPO ITALIA, IPI, BUONITALIA ed ENIT.

Tabella 12. Attività svolte dai sette firmatari della dichiarazione a favore dell'internazionalizzazione

Organizzazione	Area d'interesse
ICE	Promozione, informazione, assistenza e formazione
SIMEST	Servizi finanziari e assistenza
SACE	Assicurazione del credito
SVILUPPO ITALIA	Sviluppo d'impresa e attrazione investimenti
IPI	Consulenza per lo sviluppo industriale
BUONITALIA	Valorizzazione e tutela del settore agroalimentare
ENIT	Promozione turistica

Fonte: personale

Grazie alla condivisione delle singole competenze e tecnologie, le organizzazioni prevedono, ognuna con le proprie specificità e competenze, di rendere maggiormente efficaci le azioni e gli strumenti a supporto delle imprese italiane, consentendo così al Made-in-Italy di essere pronto di fronte ai continui mutamenti dello scenario economico italiano ed estero e di poter offrire prodotti e servizi in linea con il livello della competizione internazionale. Come è possibile intuire dalla Tabella 12, i sette firmatari raggruppano uno spettro ampio ed eterogeneo di attività, che vanno dall'assistenza informativa di ICE, ai servizi finanziari di SIMEST, alla promozione turistica di ENIT, fino ad arrivare al sostegno agroalimentare di Buonitalia.

Come si afferma nella dichiarazione del 25 gennaio 2006²⁰, la qualificazione e la semplificazione dei servizi del settore pubblico sono dunque un passo fondamentale affinché sia possibile aumentare il grado di efficacia delle singole iniziative e la condizione per rafforzare i rapporti con le imprese italiane e con le loro organizzazioni di rappresentanza. Tale iniziativa sarà costantemente seguita da un tavolo di lavoro formato dai responsabili degli enti coinvolti e prevede anche interventi comuni nel campo della formazione, dove verranno integrate le docenze e i programmi, nel campo dell'informazione e in quello dell'orientamento per le aziende.

²⁰ Premessa, c. 3.

2.2 Ministero del Commercio Internazionale

2.2.1 Dimensione istituzionale

Fino al 2004, il Ministero delle Attività Produttive comprendeva al suo interno un ramo interamente dedicato alla gestione dei rapporti con l'estero a livello economico e commerciale. L'Area per l'Internazionalizzazione gestiva un grande numero di strumenti e progetti, tutti con l'unico obiettivo di rendere presenti e competitive le imprese italiane (specialmente PMI) nei mercati internazionali. Il 2005 ha portato una riorganizzazione strutturale di molti organismi del Governo, che ha visto innanzitutto il ripristino del Ministero del Commercio Internazionale, sorto proprio dallo scorporo dell'Area per l'Internazionalizzazione dal Ministero delle Attività Produttive, che, a sua volta, è divenuto Ministero dello Sviluppo Economico. Le funzioni coperte e i servizi offerti sono rimasti pressoché gli stessi, dal momento che tutti i progetti e gli strumenti gestiti dall'ex Area per l'Internazionalizzazione sono passati di mano al nuovo Ministero del Commercio Internazionale, che tende a gestirli in collaborazione con il Ministero dello Sviluppo Economico, con il Ministero dell'Economia e delle Finanze e con il Ministero degli Affari Esteri.

Il Ministero del Commercio Internazionale è costituito da tre Direzioni Generali: la *Direzione Generale per le Politiche di Internazionalizzazione* (che svolge attività di sostegno alle politiche di internazionalizzazione, attività di coordinamento e indirizzo strategico della politica commerciale con l'estero e gestione di progetti aventi ad oggetto l'utilizzo dei fondi strutturali per l'internazionalizzazione delle imprese), la *Direzione Generale per la Promozione degli Scambi* (alla quale sono affidate le linee di attività connesse a far conoscere la capacità produttiva e la produzione nazionale ed a favorire l'internazionalizzazione delle imprese) e la *Direzione Generale per la Politica Commerciale* (alla quale sono affidate le linee di attività connesse all'azione in ambito comunitario ed internazionale per la tutela dei legittimi interessi economico-commerciali nazionali, nonché all'attuazione della normativa nazionale e comunitaria e di quella scaturente dall'assunzione di impegni in campo internazionale).

Nello svolgere la propria funzione, il Ministero opera sia in maniera autonoma, creando ed offrendo esso stesso strumenti a supporto dell'internazionalizzazione, sia affiancandosi ad istituti e società creati allo scopo di sostenere lo sviluppo delle aziende italiane all'estero. Il Ministero del Commercio Internazionale è infatti azionista di maggioranza della Società Italiana per le Imprese all'Estero (SIMEST di cui possiede il 76% del pacchetto azionario), insieme alla quale sostiene gli investimenti di imprese italiane specialmente nei Paesi dell'Europa dell'est e in Cina. Dal momento inoltre che SIMEST è azionista di FINEST, la società finanziaria operante soprattutto nel Triveneto, ne consegue che il Ministero influisce notevolmente anche sulle strategie e sulle decisioni della FINEST stessa (è chiaro infatti che i fondi d'investimento gestiti da quest'ultima società hanno in ampia misura alla base stanziamenti operati dal Governo).

Oltre a questi rapporti di carattere azionistico è importante evidenziare anche lo strettissimo rapporto operativo esistente fra il Ministero e l'Istituto per il Commercio Estero. Proprio in collaborazione con l'ICE infatti, il Governo ha iniziato a sviluppare una vasta serie di iniziative, tutte aventi lo scopo di facilitare l'indirizzo internazionale delle aziende italiane: sono stati infatti stanziati fondi per accompagnare imprese o distretti di imprese all'estero, monitorando, in ogni fase del processo di internazionalizzazione, l'andamento della realizzazione degli investimenti. Altro importante progetto è il già citato Programma delle Attività Promozionali, grazie al quale si cerca di rafforzare l'im-

magine all'estero delle aziende italiane e, dall'altro lato, portare a conoscenza delle stesse tutti i servizi che potrebbero condurre ad uno sviluppo internazionale.

Le competenze che spettano al Ministero del Commercio Internazionale possono essere ricondotte alle seguenti:

- Promozione delle politiche per la competitività internazionale in linea con le scelte economiche e sociali del Governo italiano e realizzazione delle stesse a livello settoriale e territoriale;
- Promozione degli interessi del Sistema Italia presso le istituzioni internazionali e comunitarie di settore;
- Definizione delle strategie per gli interventi di politica commerciale e promozionale all'estero;
- Promozione della trasparenza e dell'efficacia della concorrenza nei settori produttivi, collaborando con le altre amministrazioni nell'attuazione di tali orientamenti.

Oltre che con queste organizzazioni esiste un rapporto professionale anche tra il Ministero del Commercio Internazionale e i vari poteri regionali. A partire dal 2000 è stato infatti completato l'iter normativo per la costituzione presso le regioni degli "sportelli per l'internazionalizzazione del sistema delle imprese", con i quali, come vedremo in seguito, una serie di importanti funzioni riguardanti l'internazionalizzazione dei sistemi produttivi locali sono state decentrate presso le regioni.

2.2.2 Servizi offerti

Il ruolo del Ministero del Commercio Internazionale, all'interno della globalità dei progetti attuati per sostenere lo sviluppo all'estero delle imprese italiane, è un ruolo globale, non facile da ricondurre a un semplice elenco di servizi offerti.

Da una parte infatti il Ministero offre prodotti e servizi specifici come un normale istituto a sostegno dell'internazionalizzazione, ma dall'altra esso gestisce, coordina, collabora e finanzia proprio le altre organizzazioni creati a quel fine²¹. Tale organismo copre quindi tutto lo spettro di iniziative volte all'internazionalizzazione delle PMI, da quelle finanziarie, a quelle promozionali a quelle informative. L'attività principale del Ministero riguarda infatti lo sviluppo di una visione strategica volta all'internazionalizzazione di medio-lungo periodo, per creare adeguati prodotti e sostegni con tali finalità e dare infine in gestione tali servizi ad organizzazioni statali che se ne occupino, attraverso una gestione in linea con le direttive indicate dal Ministero e dal Governo in generale.

Il riassetto strutturale che ha colpito l'ex Ministero per le Attività Produttive, ha riguardato anche l'insieme dei sostegni al commercio estero, che è stato parzialmente innovato anche grazie alla legge n. 56 del 31 marzo 2005, con la quale sono state poste le basi per il riordino della compagine degli enti a supporto dell'internazionalizzazione e alla quale oggi non è stata data ancora completa esecuzione. Particolarmente interessante è l'articolo 1 di tale legge, che disciplina la costituzione degli *sportelli unici* all'estero. Sebbene l'Amministrazione centrale abbia conservato la competenza per l'attività di commercio estero, attraverso questi organismi sono stati decentrati compiti quali l'organizzazione e la par-

²¹ Dal momento che la maggior parte dei servizi sviluppati dal Ministero del Commercio Internazionale sono gestiti dai Soggetti presentati nei prossimi paragrafi, la descrizione analitica di tali interventi verrà sviluppata successivamente e, nel presente, si procederà ad una descrizione degli interventi che vengono gestiti esclusivamente dal Ministero, limitandosi solo a un breve presentazione per quanto riguarda i servizi gestiti dagli altri enti per l'internazionalizzazione.

tecipazione a fiere e mostre organizzate al di fuori dei confini nazionali per favorire l'incremento delle esportazioni dei prodotti locali, la promozione e il sostegno alla costituzione di consorzi tra le PMI industriali, commerciali ed artigiane, la promozione e il sostegno della costituzione di consorzi turistico-alberghieri (in collaborazione con ENIT) e lo sviluppo della commercializzazione nei mercati di altri Paesi dei prodotti agro-alimentari locali (con l'intervento di Buonitalia). Scopo degli Sportelli è quindi quello di agevolare l'accesso delle PMI e degli operatori a tutta la gamma dei servizi e degli strumenti esistenti in materia di internazionalizzazione del sistema produttivo, valorizzando il Made-in-Italy e gli interessi dell'economia italiana all'estero. Tali sportelli esercitano funzioni di orientamento, assistenza e consulenza ad imprese ed operatori, italiani ed esteri, in riferimento anche all'attività di attrazione degli investimenti esteri in Italia²², nonché di coordinamento di attività promozionali realizzate in loco da enti pubblici e privati. Sebbene tali organizzazioni siano creati e gestiti principalmente dal Ministero del Commercio Internazionale, è utile sottolineare come, all'attività degli sportelli unici, partecipino anche gli uffici ICE, quelli dell'Ente Nazionale Italiano per il Turismo (ENIT), quelli delle Camere di Commercio italiane all'estero, quelli di Sviluppo Italia e tutti gli altri soggetti operanti nel campo dello sviluppo d'impresa o che collaborano con enti nazionali e regionali per sostenere l'internazionalizzazione. In base all'articolo 1, comma 1 della legge 56 del 2005, *"la costituzione degli sportelli unici è realizzata individuando prioritariamente i Paesi di maggiore interesse economico, commerciale e imprenditoriale per l'Italia, anche al fine di razionalizzare gli strumenti già esistenti e quelli dove non esistono strutture pubbliche adeguate capaci di assicurare le attività di promozione commerciale e di sostegno alle imprese italiane"*. Le risorse finanziarie a disposizione per sostenere le iniziative degli sportelli unici vengono stanziare principalmente da un fondo istituito presso il Ministero degli Affari Esteri. La spesa autorizzata è stata pari a 1,3 milioni di euro per il 2005 e 1,6 milioni di euro per il 2006²³.

Come è possibile osservare dal paragrafo dedicato a SIMEST, il Ministero del Commercio Internazionale, in collaborazione con SIMEST S.p.A. e con le regioni, assiste l'imprenditoria italiana impegnata sui mercati esteri attraverso l'offerta di strumenti finanziari. Tali sostegni possono essere ricondotti a due principali categorie:

- Strumenti finanziari tradizionali che sostengono lo sviluppo commerciale all'estero;
- Strumenti agevolativi che supportano l'internazionalizzazione produttiva, ossia il trasferimento all'estero di intere fasi o filiere della produzione.

Rilevanti risultano anche gli interventi gestiti dal Ministero a sostegno delle *attività promozionali*, che, come mostra la Tabella 13, consistono in cinque tipologie di sostegno e vengono disciplinate da cinque differenti fonti normative. In base a quanto richiesto dal Decreto Legislativo 143 del 1998, tutti questi interventi devono essere diretti in favore di enti non a scopo di lucro, di rilievo nazionale e che operano in favore delle imprese loro associate.

²² Per quanto riguarda quest'ultima finalità risulta particolarmente importante la collaborazione con Sviluppo Italia Spa.

²³ Art. 2, co. 2 l. 56/2005.

Tabella 13. Programmi promozionali approvati nel 2005 (valori in euro)

	n. soggetti proponenti	Stanziamen- to pubblico
L. 1083/54 Enti, Istituti, Associazioni	69	10.885.124
DLGS 143/98 Intese operative con associazioni di categoria	14	2.318.308
L. 83/89 Consorzi export multiregionali	79	2.856.729
L. 394/81 art. 10 Consorzi multiregionali agroalimentari e turistici	17	541.793
L. 518/70 Camere di Commercio italiane all'estero	66	10.146.315
Totale	245	26.748.269

Fonte: Ministero per il Commercio Internazionale

Tabella 14. Fondi a sostegno delle attività promozionali (valori in euro)

	2001	2002	2003	2004	2005
Stanziamen- to	28.405.129	24.766.027	25.523.057	28.593.019	26.748.269

Fonte: Ministero per il Commercio Internazionale

I contributi oggetto di queste cinque categorie di sostegni vengono concessi dal Ministero a fronte di progetti effettuati da coloro che intendono beneficiare delle agevolazioni e relativi alle azioni promozionali a cui ogni strumento fa riferimento. Empiricamente si è osservato come i progetti ritenuti ammissibili tendano ad essere pari a circa il 15/20 % dei progetti inizialmente presentati. Nonostante i fondi stanziati siano diminuiti tra 2004 e 2005 (Tabella 14), dal 2001 ad oggi si è osservato un maggiore attivismo e una crescita della capacità progettuale dei proponenti. Nel 2005 i progetti che hanno richiesto i maggiori sostegni finanziari sono stati quelli riguardanti le Associazioni di categoria (legge 1083/54) e le Camere di Commercio italiane (legge 518/70), mentre risultano abbastanza deboli i progetti aventi ad oggetto un sostegno a favore dei Consorzi multiregionali agroalimentari e turistici (legge 394/81).

Una tipologia differente di interventi ha ad oggetto il finanziamento del 75% degli studi di fattibilità e viene gestita dal Ministero in collaborazione con ICE a partire dal 2005. Al fine di rendere operativo questo tipo di sostegno sono state avviate due diverse misure di finanziamento. Una prima modalità prevede degli investimenti collettivi di PMI per la realizzazione di insediamenti promozionali, commerciali o produttivi all'estero, mentre il secondo tipo di intervento ha ad oggetto progetti di collaborazione tra università/parchi scientifici/centri di ricerca e imprese, al fine di acquisire conoscenza e tecnologie mediante l'implementazione di brevetti, ingegnerizzazione di prodotti, creazione di joint venture e di start up. I fondi disponibili per entrambe le misure di intervento erano, nel 2005, pari a oltre 2 milioni di euro, che, a seguito del notevole successo dell'iniziativa, sono stati quasi completamente utilizzati a favore di 22 progetti (16 per quanto riguarda la prima tipologia di intervento, 6 per quanto riguarda la collaborazione tra imprese e le organizzazioni elencate)²⁴.

²⁴ I progetti inizialmente presentati, prima della valutazione ministeriale, erano stati 349 per la prima tipologia di intervento e 89 per la seconda.

Accanto ai precedenti interventi, il Ministero ha promosso negli ultimi anni campagne straordinarie a sostegno del *Made-in-Italy*, che hanno visto protagonisti nel 2004 la Cina, nel 2005 la Russia e i Paesi limitrofi, mentre, per il 2006, tale programma è stato indirizzato alle aree del NAFTA²⁵ e del Brasile, a causa delle quote di mercato perse dalle imprese italiane in tali mercati negli ultimi anni.

Altro progetto che è riuscito a riscuotere discreto successo è stato quello attraverso il quale sono stati concessi finanziamenti a sostegno dell'internazionalizzazione del sistema fieristico. Questo strumento è rivolto a vari mercati, di diverse aree geografiche (Europa, Asia, Americhe, Africa e Medio Oriente) e, nel 2005, sono stati approvati e finanziati 14 dei 74 progetti pervenuti. Le risorse finanziarie utilizzate non fanno capo ad un fondo particolare ma vengono destinate in misura eccezionale direttamente dal Ministero in base alle disponibilità e alle richieste.

Come detto, l'attività principale svolta dal Ministero del Commercio Internazionale ha ad oggetto l'indirizzo strategico dei soggetti che forniscono, in collaborazione con il Ministero stesso, supporto all'espansione internazionale delle imprese italiane. Per tale motivo i principali strumenti, finanziari e non, predisposti dal Ministero ma gestiti da organizzazioni quali ICE, SIMEST o SACE saranno descritti nei paragrafi successivi, insieme ai soggetti che li gestiscono.

2.2.3 Le Camere di Commercio

L'attività del sistema camerale può essere strutturata in due categorie, in base alla posizione della Camera di Commercio stessa: presente in Italia oppure Camera di Commercio italiana ma attiva all'estero. La rete a disposizione del sistema camerale sul territorio italiano comprende 13 Centri Estero Regionali e 61 aziende speciali, che svolgono attività di internazionalizzazione, oltre che di numerosi uffici camerali e degli Eurosportelli, ovvero di strumenti informativi a favore delle imprese sulle tematiche riguardanti le istituzioni comunitarie e gli stati membri. Uno degli obiettivi principali del sistema delle Camere di Commercio italiane è la promozione dell'attività delle imprese all'estero.

Le iniziative che le Camere di Commercio dispongono a beneficio delle imprese italiane sono ampie e differenziate. Al fine di offrire servizi maggiormente strategici, il sistema camerale italiano ha iniziato a collaborare attivamente con altri organi del Governo, come il Ministero dello Sviluppo Economico e quello degli Affari Esteri, oltre ad intrattenere profondi rapporti professionali con le Camere italo-esteri operanti in Italia, così da migliorare i rapporti e gli scambi commerciali con le altre nazioni. Dal rapporto con queste organizzazioni sono stati raggiunti vari accordi, finalizzati essenzialmente a sostenere la competitività italiana all'estero. Nel 2000 ad esempio è stato siglato un accordo tra l'allora Ministero delle Attività Produttive, Unioncamere e Assocamerestero, al fine di massimizzare le reciproche sinergie e di raggiungere i seguenti obiettivi:

- Promozione dell'internazionalizzazione del sistema imprenditoriale italiano, attraverso il rafforzamento degli scambi commerciali, degli investimenti diretti all'estero e tramite servizi assistenziali per le aziende operanti a livello internazionale;
- Sviluppo della capacità del territorio italiano di attrarre investimenti.

Durante il 2001 è stato sottoscritto un Accordo di Programma con il Ministero degli Affari Esteri finalizzato a supportare il processo di internazionalizzazione del sistema economico italiano, a potenziare lo scambio di informazioni e di conoscenze al fine di poter effettuare analisi e valutazioni coerenti con

²⁵ Accordo commerciale stipulato tra Stati Uniti, Canada e Messico.

le attività da realizzare e a favorire la conoscenza dello sviluppo dei mercati internazionali e delle opportunità in essi presenti. Grazie a tale collaborazione è stato possibile creare delle reti di imprese italiane all'estero, che, rimanendo in contatto con le Camere di Commercio italiane in quel Paese, sono in grado di fornire un importante aiuto agli imprenditori italiani intenzionati ad investire in quella nazione. In particolare queste cooperazioni hanno dato vita al progetto Extender, grazie al quale, tramite un portale elettronico, si è reso possibile fornire in tempo reale alle imprese interessate le informazioni in materia di gare, appalti e progetti strategici di sviluppo segnalati dalla rete diplomatica-consolare, dalle Camere di Commercio stesse e dall'ICE. Soprattutto negli ultimi anni, grande attenzione è stata posta ai servizi consulenziali di assistenza aziendale in materie fiscali, contrattualistiche e doganali.

Allo stesso modo delle Camere di Commercio presenti sul territorio italiano, le Camere di Commercio italiane all'estero svolgono servizi a supporto dell'internazionalizzazione delle imprese, al fine di radicare la presenza del nostro Paese sui mercati esteri. Esse sono soggetti associativi privati che operano tuttavia in una logica istituzionale di servizio diretto alle imprese ed hanno come finalità il conseguimento di alti livelli di efficacia nell'erogazione dei propri servizi. L'importanza di questo ruolo è stata formalmente sancita dalla recente legge n. 56 del 2005, che prevede la partecipazione delle Camere di Commercio Italiane all'Estero all'attività dello Sportello Unico all'estero, in raccordo funzionale e operativo con le rappresentanze diplomatiche e gli uffici consolari e accanto all'ICE e all'ENIT.

Come strumento di promozione del Made-in-Italy, le Camere italiane nel mondo hanno lavorato in questi anni per migliorare la copertura territoriale della rete (cresciuta del 12% nel periodo 2000-2005), per sviluppare servizi innovativi e per realizzare una maggiore interazione con i soggetti italiani che operano nella promotion.

Durante il 2005 l'attività delle CCIE si è sviluppata attraverso oltre 1.700 progetti suddivisi tra diverse tipologie di attività. Particolarmente importanti sono le attività volte alla ricerca di contatti per la conclusione di affari (58%). Questo dato mette in evidenza uno dei tratti distintivi del ruolo e della natura stessa di una Camera di Commercio Italiana all'Estero: la presenza diretta in un territorio straniero, permette alla struttura camerale di avere un network di contatti esteso e soprattutto di godere di un carattere bi-nazionale che ne agevola il ruolo di intermediazione tra l'Italia e il Paese estero e viceversa. I rimanenti progetti portati avanti nel 2005 si sono esplicitati in maniera abbastanza uniforme in attività di informazione e comunicazione (16%), attività di rete (10%), di formazione (8%), di assistenza (4%) e altre (4%).

In linea con quelle che sono le direttive strategiche espresse dal Ministero dello Sviluppo Economico, le CCIE pongono particolare attenzione alla promozione e al sostegno del Made-in-Italy. Tale promozione tuttavia non è legata soltanto al singolo prodotto e ai tradizionali comparti italiani di eccellenza²⁶, ma al concetto del Made-by-Italy, in cui al saper fare italiano vengono applicate le più moderne tecnologie, e vengono coinvolti i settori a più alto valore aggiunto e a più elevato contenuto di innovazione, sperimentando nuove forme di distribuzione e di presenza sui mercati esteri.

²⁶ Particolarmente importanti, nei settori più tradizionali, sono gli interventi a beneficio del settore agroalimentare e del turismo.

2.3 Ministero degli Affari Esteri

2.3.1 Dimensione istituzionale e funzioni

Il Ministero degli Affari Esteri è l'organo di attuazione della politica estera del Governo e i suoi compiti sono attualmente disciplinati dall'articolo 12 del Decreto Legislativo n. 300 del 1999 e dalla legge n. 109 del 2003, che, al fine di fornire risposte adeguate alle moderne esigenze di politica estera del Paese, è andata a modificare il precedente decreto del Presidente della Repubblica del 5 gennaio 1967, n. 18.

In base a quanto affermato dall'articolo 12 del DLgs 300/99, *"al Ministero degli Affari Esteri sono attribuite le funzioni e i compiti spettanti allo Stato in materia di rapporti politici, economici, sociali e culturali con l'estero; di rappresentanza, di coordinamento e di tutela degli interessi italiani in sede internazionale; di analisi, definizione e attuazione dell'azione italiana in materia di politica internazionale; di rapporti con gli altri Stati e con le organizzazioni internazionali; di stipulazione e di revisione dei trattati e delle convenzioni internazionali e di coordinamento delle relative attività di gestione; di studio e di risoluzione delle questioni di diritto internazionale, nonché di contenzioso internazionale; di rappresentanza della posizione italiana in ordine all'attuazione delle disposizioni relative alla politica estera e di sicurezza comune previste dal Trattato dell'Unione Europea e di rapporti attinenti alle relazioni politiche ed economiche esterne all'UE; di cooperazione allo sviluppo; di emigrazione e tutela delle collettività italiane e dei lavoratori all'estero; cura delle attività di integrazione europea in relazione alle istanze ed ai processi negoziali riguardanti i trattati dell'Unione Europea, della Comunità Europea, della CECA e dell'EURATOM"*.

Dal 1959 il palazzo della Farnesina costituisce la sede del MAE e dei suoi organi interni. La struttura operativa e amministrativa del Ministero può essere divisa in quattro aree/organismi, ognuna con particolari competenze e specifiche di intervento:

- Il Ministro degli Affari Esteri e gli uffici che collaborano direttamente con il Ministro;
- Il Consiglio per gli Affari Internazionali;
- La Segreteria generale;
- Le Direzioni Generali.

Al *Ministro* spetta la funzione di indirizzo politico del Ministero, con la definizione di programmi e obiettivi da attuare sulla base delle linee generali del Governo. Gli uffici di diretta collaborazione del Ministro esercitano le competenze di supporto dell'organo di direzione politica e di raccordo tra questo e l'Amministrazione²⁷. Essi collaborano alla definizione degli obiettivi ed all'elaborazione delle politiche pubbliche, nonché alla relativa valutazione, con particolare riguardo all'analisi di impatto normativo, all'analisi costi-benefici ed alla congruenza fra obiettivi e risultati. Tra i principali uffici di diretta collaborazione particolare importanza hanno il Gabinetto (che coordina l'intera attività di questi uffici) e l'ufficio legislativo (che ha la funzione di elaborare e garantire i provvedimenti legislativi e regolamentari di iniziativa del MAE, di esaminare i provvedimenti sottoposti al Consiglio dei Ministri, anche di iniziativa parlamentare, e di fornire consulenza giuridica in materia di diritto interno).

Anche il Servizio di controllo interno fa parte degli uffici che collaborano direttamente con il Ministro e le sue funzioni possono essere ricondotte a quattro tipologie:

²⁷ Articoli 4 e 14, comma 2, del decreto legislativo n. 165 del 2001.

- 1- valutare l'adeguatezza delle scelte compiute in sede di attuazione dei piani, programmi ed altri strumenti di determinazione dell'indirizzo politico, in termini di congruenza tra risultati conseguiti ed obiettivi predefiniti; raccogliere e valutare informazioni e dati sugli effetti delle politiche attuate e delle misure adottate e verifica;
- 2- coadiuvare il Ministro nella redazione della direttiva annuale del MAE;
- 3- fornire gli elementi di valutazione dei dirigenti amministrativi preposti ai centri di responsabilità;
- 4- svolgere, anche su richiesta del Ministro, analisi sull'attuazione di politiche e programmi specifici, sui flussi informativi e sulla sistematica generale dei controlli interni dell'amministrazione, nonché analisi organizzative finalizzate ad evidenziare costi e rendimenti di articolazioni organizzative e linee di attività dell'amministrazione.

Il *Consiglio per gli Affari Internazionali* è presieduto dal Ministro degli Affari Esteri e composto dai Sottosegretari di Stato e dal Segretario Generale, nonché dal Capo Gabinetto, dal Direttore Generale per gli Affari Politici Multilaterali e i Diritti umani, dal Direttore Generale per la Cooperazione Economica e Finanziaria Multilaterale e dal Direttore Generale per la Promozione e la Cooperazione Culturale. I suoi compiti possono essere ricondotti a quattro funzioni principali:

- analisi degli indirizzi strategici di politica estera;
- coordinamento generale dei programmi di attività;
- esame delle situazioni internazionali di crisi;
- esame delle attività, aventi incidenze e riflessi internazionali, delle altre amministrazioni statali e degli enti pubblici.

L'articolo 6, comma 1, del decreto legislativo 30 luglio 1999, n. 300, afferma che *"il Segretario Generale coadiuva direttamente il Ministro ai fini dell'elaborazione degli indirizzi e dei programmi del Ministero; assicura la continuità delle funzioni dell'Amministrazione, coordinandone gli uffici e le attività e vigilando sulla loro efficienza e rendimento"*.

Nell'ambito della Segreteria Generale operano altresì:

- 1- la "Unità di Analisi e Programmazione" che è incaricata di svolgere ricerche, elaborare analisi e studi di previsione su temi strategici di politica estera²⁸;
- 2- la "Unità di crisi" che è chiamata a seguire le situazioni internazionali di tensione e di crisi, nonché ad adottare le misure necessarie per gli interventi operativi a tutela della sicurezza dei cittadini italiani all'estero, avvalendosi anche della collaborazione di altre amministrazioni ed organi dello Stato;
- 3- La "Unità per le Attività di rilievo internazionale delle Regioni e degli altri enti territoriali italiani" la quale cura i rapporti con le Regioni e gli altri enti territoriali italiani per quanto attiene alle loro attività di relazione con l'estero.

L'ultima tipologia di organi che compongono la struttura organizzativa del MAE è rappresentata dalle *Direzioni Generali*. Esistono 13 Direzioni Generali, ognuna con una particolare area d'intervento:

- 1- Direzione Generale per i Paesi dell'Europa;
- 2- Direzione Generale per i Paesi delle Americhe;
- 3- Direzione Generale per i Paesi del Mediterraneo e Medio Oriente;

²⁸ Comprende un ufficio di statistica istituito a norma del decreto legislativo 6 settembre 1989, n. 322.

- 4- Direzione Generale per i Paesi dell'Africa Subsahariana;
- 5- Direzione Generale per i Paesi dell'Asia, dell'Oceania, del Pacifico e l'Antartide;
- 6- Direzione Generale per l'Integrazione Europea;
- 7- Direzione Generale per gli Affari Politici Multilaterali e i Diritti Umani;
- 8- Direzione Generale per la Cooperazione Economica e Finanziaria Multilaterale;
- 9- Direzione Generale per la Promozione e la Cooperazione Culturale;
- 10- Direzione Generale per gli Italiani all'Estero e le Politiche Migratorie;
- 11- Direzione Generale per la Cooperazione allo Sviluppo;
- 12- Direzione Generale per il Personale;
- 13- Direzione Generale per gli Affari Amministrativi, di Bilancio e il Patrimonio.

Gli interventi di politica estera effettuati dal MAE possiedono una natura molto varia e, in base alla tipologia di funzione adempiuta, vengono organizzati in tre aree. La prima comprende le 5 aree geografiche corrispondenti alle rispettive Direzioni Generali (Asia e Antartide; Africa; Americhe; Europa; Mediterraneo e Medi Oriente) ed intende fornire un quadro generale dell'attività svolta in queste regioni, corredato di alcuni approfondimenti sulle tematiche peculiari di ciascuna, attraverso accordi, intese, organizzazioni operanti in loco e progetti in corso di svolgimento.

La sezione "I Grandi Temi" comprende invece i temi di principale attualità del panorama internazionale, ivi compresi quelli prioritari per il governo in carica (ad esempio il Rapporto euro-atlantico, il Mediterraneo, i Balcani, la lotta al terrorismo)²⁹. La terza sezione, infine, è dedicata a "L'Italia nel mondo", con notizie sui nostri connazionali all'estero, dal voto ai servizi forniti dalla rete consolare, dalla cultura al sostegno del Made-in-Italy.

Oltre alle funzioni finalizzate al sostegno di determinate politiche internazionali (europee o extra-UE), il Ministero degli Affari Esteri offre ai cittadini italiani, in patria e all'estero, una serie di servizi aggiuntivi. Particolarmente efficace per tutte le informazioni generali è l'Ufficio Relazioni con il Pubblico (URP), in grado di fornire un'informativa di carattere generale su tematiche legate all'internazionalizzazione. È possibile ad esempio informarsi sulle zone a rischio e sugli interventi per rimpatriare gli italiani che si vengano a trovare in situazioni di necessità fuori dal territorio nazionale.

Ulteriori indicazioni riguardano i servizi consolari destinati ai cittadini italiani all'estero e a quelli stranieri in Italia e dalle Rappresentanze Straniere e Organismi Internazionali.

Per gli operatori economici e per ogni altro interessato, il Ministero aggiorna periodicamente la pubblicazione di Comunicazioni e gare. Per gli studenti e per chi cerca e vuole cambiare lavoro sono infine consultabili le "Opportunità di studio e di lavoro" al MAE, nella UE o nelle Organizzazioni Internazionali.

²⁹ I "Grandi Temi" oggetto dell'attività del Ministero sono attualmente 11 e precisamente: rapporto euro-atlantico, Mediterraneo, Balcani, diritti umani, messa al bando delle armi chimiche, lotta al terrorismo, organizzazioni internazionali, cooperazione economica, cooperazione allo sviluppo, politica culturale e collaborazione con le regioni italiane.

2.4 ICE (Istituto per il Commercio Estero)

2.4.1 Dimensione istituzionale

L'Istituto per il Commercio Estero è un ente pubblico non economico fondato nel 1926 con il compito di promuovere, agevolare e sviluppare il rapporto commerciale tra le piccole-medie imprese italiane e l'estero. L'ICE cerca di favorire l'internazionalizzazione delle imprese italiane e il loro radicamento all'estero promuovendo il commercio e gli investimenti, le opportunità d'affari e la cooperazione tecnologica e industriale con il resto del Mondo. Al fine di raggiungere tale obiettivo, l'Ente svolge attività di informazione, assistenza, promozione, formazione e cooperazione internazionale non solo per le aziende italiane interessate ai mercati esteri, ma anche a quelle straniere interessate ad avere partner italiani.

L'Istituto è stato istituito con la legge n. 68 del 25 marzo 1997, il cui articolo 1, al secondo comma, stabilisce che tale ente possiede *“autonomia regolamentare, amministrativa, patrimoniale, organizzativa, contabile e finanziaria ed è sottoposta alla vigilanza del Ministero del Commercio con l'Estero”*.

L'Istituto per il Commercio Estero è in stretta relazione con il Ministero delle Attività Produttive e, in collaborazione con questo organo, elabora il Programma delle Attività Promozionali. Proprio a tale scopo l'ICE cerca di rafforzare l'immagine sua e delle imprese italiane e di rendere più accessibili e conosciuti i suoi servizi, gestendo attivamente l'organizzazione di fiere, di mostre e di workshop internazionali, intraprendendo missioni di operatori, promuovendo convegni e incontri fra le parti ed altri eventi che sostengano l'immagine del Made-in-Italy.

Oltre a seguire le linee direttive stabilite dal MAP, l'ICE svolge le proprie funzioni in stretta relazione con le regioni, le camere di commercio, l'industria, l'artigianato, le organizzazioni imprenditoriali e tutti i soggetti interessati. La possibilità di instaurare collaborazioni tramite accordi o convenzioni con soggetti pubblici o privati o di partecipare a società già esistenti è una funzionalità che viene garantita all'Istituto direttamente dalla sua legge istitutiva e viene garantito al fine di conseguire nella maniera ottimale i fini societari stessi. Nell'assicurare i servizi offerti di carattere istituzionale, il comma 2 dell'articolo 2 della legge di riforma dell'Istituto Nazionale per il Commercio Estero stabilisce che l'Istituto:

- a- *cura lo studio sistematico delle caratteristiche e delle tendenze dei mercati esteri, nonché delle normative e degli standard qualitativi e di sicurezza vigenti, elaborandone i risultati e diffondendoli tra i soggetti pubblici e gli operatori interessati; coopera con le rappresentanze diplomatiche all'estero al fine di determinare le condizioni più favorevoli all'internazionalizzazione delle imprese italiane;*
- b- *sviluppa la promozione e la commercializzazione dei prodotti e dei servizi italiani sui mercati internazionali, nonché l'immagine del prodotto italiano nel mondo, anche fornendo assistenza alle imprese italiane ed a quelle estere interessate agli scambi con l'Italia;*
- c- *offre servizi di informazione, assistenza e consulenza alle imprese italiane che operano nel commercio internazionale;*
- d- *promuove la formazione manageriale, professionale e tecnica dei quadri italiani e stranieri che operano per l'internazionalizzazione delle imprese. A questo fine può stipulare accordi o convenzioni con istituzioni scientifiche o professionali, pubbliche o private, italiane o estere;*

- e- *promuove la cooperazione nei settori industriale, agricolo, della distribuzione e del terziario al fine di incrementare la presenza delle imprese italiane sui mercati internazionali;*
- f- *fornisce servizi alle imprese estere che intendono operare in Italia, anche con investimenti diretti e accordi di collaborazione economica con imprese nazionali;*
- g- *effettua assistenza e consulenza alle aziende commerciali che operano nell'import e nell'export;*
- h- *effettua la promozione e l'assistenza delle aziende del settore agro-alimentare, nonché i controlli di qualità sui prodotti ortofrutticoli, ai sensi della normativa vigente;*
- i- *fornisce su richiesta, e d'intesa con le rappresentanze diplomatiche, il patrocinio alle iniziative promozionali all'estero che risultino coordinate con il piano annuale e con le altre iniziative non comprese nel piano;*
- j- *svolge ogni altra attività utile per il conseguimento delle sue finalità.*

Entro la fine del mese di febbraio di ogni anno il Ministero dello Sviluppo Economico (ex MAP) deve emanare le direttive generali per la programmazione dell'attività dell'ICE dell'anno successivo, in modo tale da individuare i settori e le aree in intervento prioritari per l'internazionalizzazione del sistema produttivo italiano. In base a quanto stabilito dall'articolo 7, comma 2, della legge 68/97 l'Istituto *“elabora la proposta di piano annuale con proiezione triennale della sua attività, con il quale definisce gli obiettivi, le iniziative ed i relativi costi, nonché il fabbisogno finanziario a copertura del programma di attività.”*

Le attività dell'Ente sono finanziate principalmente con fondi pubblici e, in minima parte, con fondi privati derivanti dalla vendita di servizi promozionali, di consulenza, di informazione e di assistenza. Nel 2005, per la prima volta dalla sua creazione, la spesa promozionale di ICE ha superato la soglia dei 100 milioni di euro, con un crescita del 13% rispetto al 2004. Alla base di questa spinta vi è una crescita diffusa tra tutte le principali fonti dei programmi promozionali, a differenza dell'anno precedente che aveva visto un andamento differenziato tra i diversi canali promozionali.

L'ICE, che ha la propria sede centrale in Roma, è presente in 16 regioni d'Italia e, con 81 uffici e 23 punti di corrispondenza, è attivo in 80 Paesi esteri, europei ed extraeuropei.

2.4.2 I servizi offerti

L'ICE fornisce un'ampia gamma di servizi che accompagnano le imprese italiane in tutto il processo di internazionalizzazione, dalla selezione iniziale del Paese fino alla concreta realizzazione dell'investimento. I servizi finalizzati allo sviluppo degli scambi commerciali con gli altri Paesi possono essere suddivisi secondo quattro funzioni principali, che vanno dall'offerta di informazioni di base ad un sostegno specifico e personalizzato e possono essere gratuiti o a pagamento.

Le attività di sostegno comprendono:

- a- Organizzazione di eventi promozionali e collaborazione industriale;
- b- Assistenza personalizzata alle imprese;
- c- Monitoraggio e diffusione di informazioni sui mercati esteri;
- d- Attività di formazione per l'internazionalizzazione.

- a L'Istituto per il Commercio Estero mette a disposizione delle aziende interessate un'ampia gamma di servizi per la **promozione delle imprese** all'estero che comprende eventi promozionali, piani pubblicitari personalizzati, distribuzione di materiale informativo, organizzazione di convegni e simposi,

organizzazione di conferenze stampa e molti altri interventi volti a dar visibilità all'azienda e al Made-in-Italy in generale. Questi eventi promozionali sono stabiliti da un Programma Promozionale annuale che segue le linee direttrici di intervento indicate dal Ministero Commercio Internazionale e che viene predisposto anche alla luce delle convenzioni operative stipulate con Regioni, Associazioni, Sistema Camerale e Sistema Fieristico. Le aziende interessate possono consultare online il programma di iniziative promozionali aggiornate messe in atto dall'ICE a livello annuale.

Nel 2004 la spesa promozionale è cresciuta di circa il 3% rispetto all'anno precedente, riportandosi così sui livelli del 2002. Bisogna però tenere in considerazione che il finanziamento delle spese promozionali dell'Istituto proviene da fonti differenti, e, tali fonti, hanno visto variazioni significative negli anni. Circa l'80% dei fondi destinati alla promozione vengono concessi dal piano annuale del Ministero Commercio Estero; il Ministero infatti, tramite la legge 71 del 1976, entro il 30 giugno di ogni anno deve stabilire quali sono i fondi da concedere ai vari istituti finalizzati al sostegno internazionale delle imprese. Nel 2004 la dimensione dei fondi si è ridotta di circa il 5% rispetto all'anno precedente, mentre è cresciuta nel 2005, grazie ad un finanziamento ordinario di 14 milioni di euro³⁰. La quota restante viene garantita ad ICE da contributi di diversa natura, legati ad altri programmi promozionali del MAP (come ad esempio le attività di promozione agro alimentare attuate in collaborazione con il Ministero delle Politiche Agricole e l'utilizzo di fondi straordinari del MAP) oppure concessi da altri committenti esterni (che sono normalmente soggetti pubblici, come ad esempio le regioni). Se da una parte il finanziamento abituale del MAP si è ridotto, dall'altra i fondi concessi da altri programmi del MAP sono cresciuti a loro volta del 5%, passando dal 3% del 2003 all'8% del 2004. Questo incremento è in parte dovuto anche al fondo straordinario concesso dal MAP, con il quale si cerca di promuovere in maniera sempre più decisa il Made-in-Italy, per la quale finalità la Finanziaria ha concesso fondi per oltre 150 milioni di euro. Per quanto concerne il finanziamento concesso da altri soggetti, esso è rimasto pressoché costante negli ultimi anni, mostrando però segnali positivi per la concessione futura di fondi, che dovrebbe crescere.

³⁰ Figura 6.

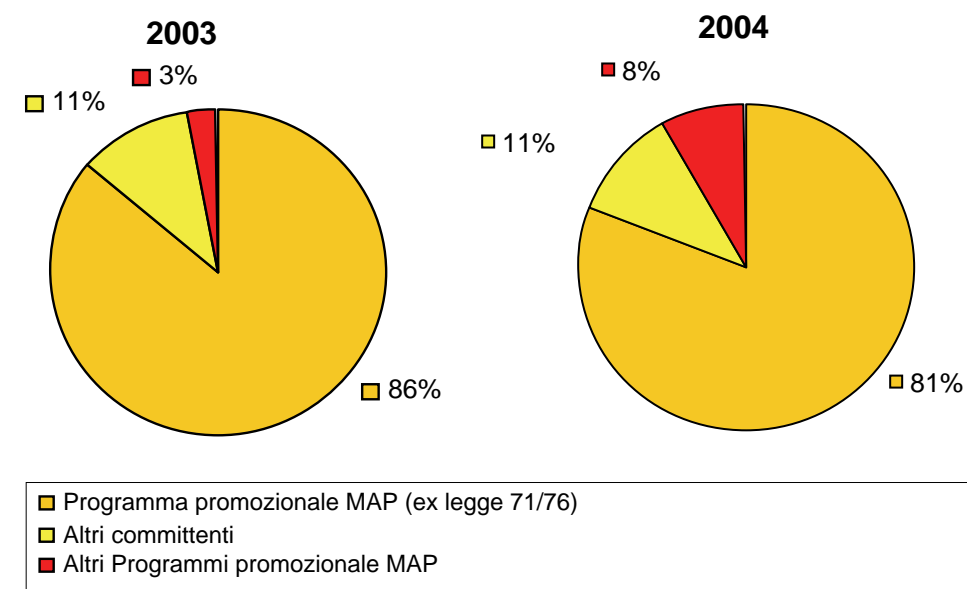


Figura 6. Attività promozionale ICE per committente 2003-2004 (peso percentuale su totale)
Fonte: elaborazione ICE su dati di bilancio

Se osserviamo le aree geografiche internazionali verso le quali ICE offre il maggior numero di servizi e i settori prioritari per l'Istituto, si può osservare come vengano confermate le tendenze degli ultimi anni: i Paesi maggiormente serviti sono infatti le nazioni dell'Est europeo, insieme a Cina, Stati Uniti, area Balcanica e del Mediterraneo; gli ambiti merceologici che più degli altri hanno potuto beneficiare dell'attività promozionale di ICE sono invece quelli più legati al Made-in-Italy, dal settore della moda, a quello del tempo libero, a quello agro alimentare.

Analizzando la Tabella 15 è possibile delineare in che modo, a partire dal 2003, siano stati utilizzati i fondi forniti dal Ministero Commercio Estero (che, come detto, fornisce tra l'80 e il 90% di tutti i finanziamenti a disposizione di ICE). La quota maggiore è stata destinata agli strumenti promozionali espositivi, che comprendono le mostre autonome, la partecipazione collettiva a fiere e i cosiddetti punti Italia, ovvero degli uffici informazioni situati in fiere estere. Gli investimenti concessi a questi tre tipi di attività promozionale sono stati nel 2005 di oltre 47 milioni di euro, pari al 49% di tutti gli interventi effettuati grazie al sostegno del MAP. Di notevole quantità ma in calo negli anni sono anche le azioni di comunicazione varie, segno che col tempo anche il modo di offrire servizi alle imprese interessate ad internazionalizzarsi si sta standardizzando verso gli strumenti più consolidati. Complessivamente questa tipologia di strumenti³¹ ha fatto registrare, sempre nel 2005, una spesa pari a circa 7,6 milioni di euro, ovvero il 7,8% della spesa complessiva. Abbastanza rilevanti, oltre che in crescita, sono risultate le

³¹ Identificabile nella Tabella 15 con le campagne pubblicitarie, le newsletter, i cataloghi, i cd-rom informativi e le azioni di comunicazione varie.

spese non strettamente collegate alla logica promozionale, ma comunque importanti per la valorizzazione dei prodotti italiani in un'ottica di medio termine: i corsi di formazione hanno infatti assorbito 7,2 milioni di euro, raddoppiando quasi gli interventi dello stesso tipo effettuati nel 2004. Per il resto, dal 2003 al 2005, non si sono riscontrati decisi cambi strategici nel modo di disporre dei fondi a disposizione, se non per quello che concerne le azioni effettuate presso la rete distributiva, passate dall'assorbire 700 mila euro nel 2002, ad 1,8 milioni di euro nel 2003 fino a richiedere l'utilizzo di oltre 4 milioni di euro dei fondi a disposizione nel 2005.

Tabella 15. Attività promozionale finanziata dal MAP per tipologia di iniziativa – 2003/2005 (valori in migliaia di euro)

TIPOLOGIE	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Mostre autonome	5.325	7.291	6.097	6,29%	8,36%	6,27%
Partecipazioni collettive a fiere	29.762	32.792	36.989	35,15%	37,58%	38,01%
Uffici informazioni a fiere estere	5.435	4.635	4.299	6,42%	5,31%	4,42%
Campagne pubblicitarie	2.030	1.686	1.447	2,40%	1,93%	1,49%
Newsletter, cataloghi, cd-rom	1.427	1.375	695	1,69%	1,58%	0,71%
Azioni di comunicazione varie	7.260	5.454	5.474	8,57%	6,25%	5,62%
Sfilate di moda e iniziative d'immagine	3.868	2.665	2.843	4,57%	3,05%	2,92%
Giornate gastronomiche e degustazioni	1.167	507	979	1,38%	0,58%	1,01%
Giornate tecnologiche, seminari, convegni	4.610	3.845	5.031	5,44%	4,41%	5,17%
Corsi di formazione	3.469	3.689	7.207	4,10%	4,23%	7,41%
Indagini di mercato	2.548	1.932	1.942	3,01%	2,21%	2,00%
Missioni in Italia	3.746	3.307	3.540	4,42%	3,79%	3,64%
Missioni all'estero	488	459	368	0,58%	0,53%	0,38%
Azioni presso la rete distributiva	1.846	3.139	4.040	2,18%	3,60%	4,15%
Attrazioni investimenti esteri in Italia	1.162	844	807	1,37%	0,97%	0,83%
Cooperazione e collaborazione industriale	1.658	1.239	1.489	1,96%	1,42%	1,53%
Altre iniziative	8.867	12.399	14.071	10,47%	14,21%	14,46%
TOTALE	84.668	87.258	97.318	100%	100%	100%

Fonte: Elaborazione ICE su dati di bilancio

Analizzando l'intervento dell'Istituto per il Commercio con l'Estero in base alle *aree geografiche* servite è importante evidenziare come esista una tendenza ad occuparsi maggiormente delle zone che vengono raggiunte con più difficoltà dalle esportazioni delle aziende. Questo è giustificato dalla finalità stessa dell'intervento pubblico, interessato ad assicurare una copertura anche dei mercati il cui accesso risulta più ostico per le società italiane. Come è possibile osservare dal Figura 7, la dinamica degli ultimi anni inoltre mostra come siano in rapida crescita le iniziative a favore dei Paesi emergenti, tanto che ormai i servizi rivolti all'Asia orientale e all'Oceania (la cosiddetta "zona Pacifico") hanno superato quelli rivolti all'America settentrionale. Anche in virtù dei fondi destinati per la promozione del Made-in-Italy e quelli stanziati dalla legge per i Balcani, il 2005 ha tuttavia visto primeggiare l'Europa orientale come area che ha maggiormente beneficiato del supporto di ICE, aumentando la propria quota di circa 5 punti percentuali rispetto al 2004. All'interno delle singole aree è possibile osservare dinamiche interes-

santi che si sono attivate negli ultimi anni; ad esempio, nella zona del Pacifico, la fortissima crescita della Cina (per la quale, nel 2005, sono state sostenute spese superiori a 20 milioni di euro) si è avuta soprattutto a scapito degli interventi a favore del Giappone. Continua a diminuire invece l'importanza relativa dell'America del Nord, passata in termini di quota dal 21% al 15% nel 2005 (in tale area geografica i servizi più consistenti vengono effettuati a favore di imprese che intendono rivolgersi agli USA). Una situazione analoga a quella Cina/Giappone è quella riscontrabile in Europa, col caso Europa Orientale/Unione Europea. Tra 2003 e 2005 le risorse destinate a nazioni quali Francia, Spagna o Germania sono calate dal 16,7 all'11,4 per cento delle spese totali, il tutto a vantaggio dei servizi offerti all'area est europea, per la quale gli interventi sono di oltre il 23% della spesa complessiva (solo in Russia nel 2004 sono stati utilizzati 12,7 milioni di euro dei fondi a disposizione di ICE).

Figura 7

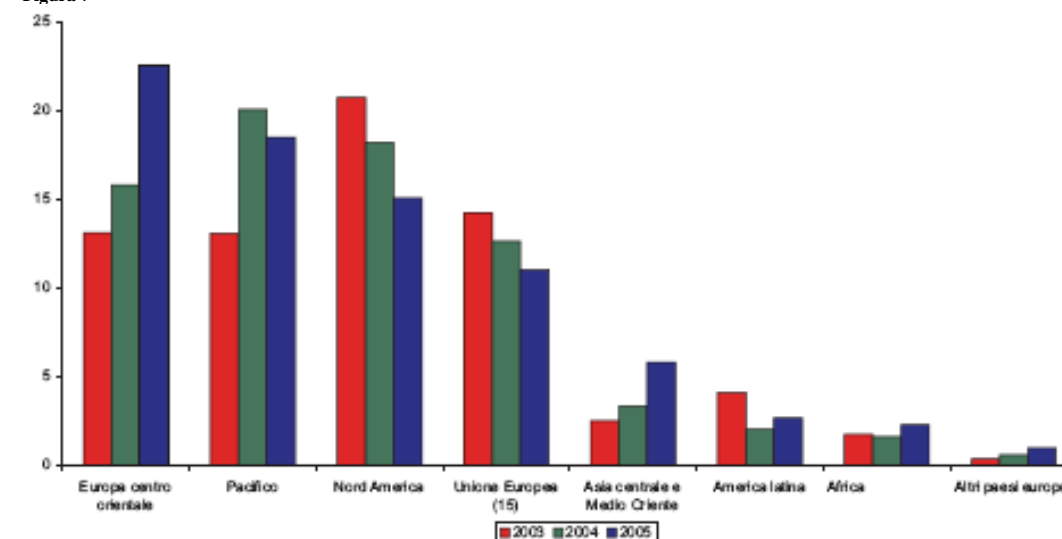


Figura 7. Attività promozionale ICE-MAP per aree geografiche – 2003/2005 (valori in milioni di euro)

Fonte: elaborazioni ICE su dati di bilancio

Il peso delle aree minori (America centro-meridionale, Africa, altri Paesi europei, altri Paesi asiatici) dopo essere sceso al 9% nel 2004 è invece cresciuto, raggiungendo, nel 2005, una quota pari a circa il 12% delle spese complessive.

Se analizziamo l'attività promozionale condotta da ICE dal punto di vista dei *settori* sostenuti³², si osserva come, nel 2005, gli interventi più consistenti siano stati effettuati a favore del sistema meccanico/elettronico (23,34% del totale pari a 22,49 milioni di euro), di quello della moda/tempo libero (21,5% pari a 20,74 milioni di euro) e di quello agro alimentare e casa-ufficio (entrambi hanno rappresentato

³² Tabella 16.

circa il 14,5% pari a oltre 14 milioni di euro). È possibile riscontrare come, in base all'area geografica servita il sistema merceologico principalmente assistito tenda a variare: così ad esempio, sebbene a livello assoluto i maggiori sforzi promozionali siano stati effettuati a favore dei Paesi dell'area del Pacifico, gli investimenti maggiori nel settore agro alimentare sono stati sostenuti nell'Unione Europea e in America settentrionale; in questo sistema quindi l'azione ha favorito i mercati maggiormente avanzati, facendo leva in particolare sugli aspetti immateriali (tradizione, benessere, stile di vita). Nel 2005 è possibile riscontrare una crescita delle iniziative plurisetoriali e nei servizi. Questa tendenza, iniziata nel 2003, ha riportato la componente non manifatturiera su valori analoghi a quelli dei primi anni dopo il 2000. In generale si può osservare come tale andamento risponda alle evoluzioni recenti delle linee direttrici della promozione pubblica, che hanno ribadito un particolare sostegno ai comparti del terziario. Nei rapporti con le istituzioni inoltre si è rafforzata l'attività di collaborazione con gli organismi comunitari attraverso il ruolo dell'ICE nella gestione del programma comunitario AL-Invest (il quale programma ha alla base iniziative finalizzate all'instaurazione di rapporti commerciali con le aree dell'America Latina) e di programmi simili orientati però all'Africa sub-sahariana.

Tabella 16. Attività promozionale finanziata dal MAP per aree geografiche e sistemi merceologici nel 2004 (valori in migliaia di euro)

Aree	Sistemi merceologici								TOTALE	Peso % per area
	Agro Alim.	Casa Ufficio	Moda Pers.	Meccan. Elett.	Chim. Amb.	Pluri Sett.	Coll. Indust.	Formaz.		
Pacifico	3.101	850	6.451	4.621	107	1.583	642	110	17.465	18,13%
Nord America	2.522	1.622	6.646	3.179	255	454	366	0	15.044	15,62%
Europa centro orientale	1.141	9.091	3.202	5.279	47	2.130	1.400	178	22.468	23,33%
Unione Europea	4.625	943	2.214	1.459	100	1.211	463	0	11.015	11,44%
Altri Paesi asiatici	27	511	336	1.790	103	2.939	57	38	5.801	6,02%
America latina	23	0	122	1.451	160	295	458	151	2.660	2,76%
Africa	30	2	0	764	15	1.006	300	139	2.256	2,34%
Altri Paesi europei	72	0	45	118	14	256	409	38	952	0,99%
Vari Italia Mondo	2.486	1.023	1.727	3.825	105	4.108	716	4.670	18.660	19,37%
Totale	14.027	14.042	20.743	22.486	906	13.982	4.811	5.324	96.321	00,00%
Peso % per settore	14,56%	14,58%	21,54%	23,34%	0,94%	14,52%	4,99%	5,53%	100,00%	

Fonte: elaborazioni ICE su dati di bilancio

b) La seconda categoria di servizi offerti dall'Istituto per il Commercio Estero comprende l'**assistenza operativa per le imprese**, con particolare attenzione ai servizi personalizzati. La finalità di questa tipologia di sostegno è quella di svolgere una vera e propria attività di consulenza ad hoc per le aziende interessate ad avviare progetti di investimento all'estero o di commercializzazione internazionale. L'assistenza offerta copre un vasto spettro di ambiti, dall'amministrativo al tecnico, dal legale al commerciale, tutti letti nella prospettiva di sviluppo e consolidamento aziendale a livello internazionale. L'Istituto mette in atto questo tipo di servizio attraverso tre diversi canali complementari (Re-

te Estera, Rete Italia e sede centrale) e offre sia servizi gratuiti che a pagamento. Come spesso avviene per gli enti pubblici, anche ICE svolge la propria attività senza avere come obiettivo primario il raggiungimento di un profitto economico; per questo motivo sono normalmente i servizi ad hoc per le singole imprese a contemplare l'obbligo di un corrispettivo da parte dell'azienda (pagamento volto al contenimento delle spese che l'Istituto arriverebbe ad affrontare), mentre l'assistenza più generale è normalmente offerta gratuitamente. A conferma di questo sono i dati di bilancio di ICE: nel 2005 infatti i ricavi legati all'offerta di assistenza a pagamento sono stati di circa 4 milioni di euro, ovvero poco meno del 5% dei contributi di funzionamento concessi e circa un punto percentuale in meno se confrontato con la media degli ultimi due anni.

I principali erogatori di servizi a corrispettivo sono gli uffici esteri, che, nel 2005, hanno generato oltre l'86% dei ricavi. Il restante 13% è da attribuire agli uffici regionali e alla sede centrale, i quali però offrono servizi a pagamento solamente in via secondaria, dal momento che i principali servizi garantiti da questi riguardano l'assistenza gratuita di primo orientamento.

Le zone estere alle quali si rivolge maggiormente l'assistenza alle imprese sono soprattutto quelle dell'Unione Europea, con una previsione di forte crescita verso i Paesi emergenti dell'Europa orientale nei prossimi anni.

Durante il 2005, le imprese che sono ricorse ai servizi assistenziali offerti da ICE sono stati circa 4.500, un numero decisamente maggiore rispetto ai valori registrati nel 2003 e nel 2004. L'assistenza ha riguardato per lo più servizi tradizionali, come servizi informativi semplici e di base.

I servizi assistenziali offerti dall'ICE possono venire suddivisi in quattro categorie:

- Analisi dei mercati;
- Ricerca partners;
- Promozione aziendale;
- Assistenza operativa personalizzata.

I servizi di analisi dei mercati consistono nell'offerta di servizi informativi di base, di elaborazioni statistiche, di indagini di mercato e di informazioni legali e tecniche. L'ICE infatti mette a disposizione delle informazioni generali gratuite e di primo orientamento che mirano a fornire alle aziende uno spettro delle possibilità di accesso al mercato prescelto, al fine di consentire loro di valutare il reale interesse in merito, prima di investire in analisi di mercato più specifiche ed onerose. L'Ente fornisce così una vasta serie di strumenti (guide) progettati per garantire un orientamento chiaro che fornisca all'azienda informazioni riguardanti ad esempio le caratteristiche della Nazione in cui vorrebbe investire (*guide Paese*), gli aspetti tecnici e normativi che è necessario conoscere per fare un investimento (*guide agli investimenti*), la valutazione del business risk per oltre 100 Paesi valutato sulla base delle principali variabili economiche, monetarie e finanziarie e dei più importanti avvenimenti politici (*analisi rischio Paese*) e dati economici e commerciali aggiornati in tempo reale grazie ad una collaborazione con l'ANSA (*Commercio Estero news*) o comunque dati storici reperibili da un ampio archivio (*schedario biblioteca di commercio estero*). Nel 2005 il numero degli utenti delle Guide Paese e delle Guide agli Investimenti è aumentato rispettivamente del 29% e del 16% rispetto all'anno precedente, evidenziando quindi una crescita della popolarità e della fiducia che le imprese depongono nell'Istituto. ICE mette inoltre a disposizione gratuitamente la possibilità di consultare circa 220 *Schede Prodotto* che permettono di avere informazioni dettagliate e aggiornate sull'andamento della domanda e della concorrenza internazionale per un prodotto di interesse. Di grande interesse risultano anche i servizi infor-

mativi riguardanti opportunità di partecipare a *gare internazionali* (sono consultabili infatti gratuitamente delle sintesi dei bandi internazionali ed i riferimenti per la richiesta del capitolato d'appalto e la presentazione dell'offerta), di ricevere *finanziamenti internazionali* (la "banca dati finanziamenti" fornisce informazioni sintetiche sui progetti di finanziamento dei principali organismi internazionali suddivisi per Paese beneficiario e per settore) e di conoscere anticipazioni circa piani di privatizzazione e realizzazione di grandi opere (*anteprima* grandi progetti). Inoltre l'ICE ha iniziato la realizzazione di un nuovo prodotto editoriale multimediale di grande respiro, denominato Guida al mercato, che, una volta completo sostituirà completamente la Guida Paese; la nuova Guida è stata ideata con l'obiettivo di fornire all'utenza uno strumento più snello e tempestivo nell'aggiornamento delle informazioni offerte.

L'Ente consente alle imprese interessate di accedere gratuitamente ad elaborazioni statistiche online, create sulla base di numerose banche dati statistiche e che forniscono *informazioni statistiche generiche*, *dati sugli investimenti* (informazioni relative alle imprese italiane con partecipazioni all'estero ed imprese estere con partecipazioni in Italia), *dati macroeconomici* e il *bollettino scambi con l'estero*.

Le indagini di mercato garantiscono invece studi più approfonditi e personalizzati riguardanti il settore in cui una certa impresa si trova ad operare; con tale servizio l'ICE permette la consultazione di numerose pubblicazioni utili per aziende interessate a processi di internazionalizzazione.

Il numero di imprese fruitrici dell'assistenza di ICE nel 2004 è risultato in calo del 9% rispetto all'anno precedente, passando da circa 4.400 a 4.000 imprese italiane, soprattutto del centro nord. I servizi maggiormente richiesti sono risultati quelli tradizionali, finalizzati a dare un'assistenza informativa generale alle imprese. Minore è stata invece la richiesta di servizi personalizzati per l'impresa, che pure ha costituito il 78% dei ricavi dell'assistenza stessa, grazie alla richiesta di strumenti come il sostegno informativo diretto per eventi promozionali o la creazione di elenchi nominativi personalizzati. Nonostante le tipologie di servizi richiesti dimostrino come le imprese spesso cerchino di penetrare nel mercato estero in maniera autonoma, richiedendo solo dati generali all'assistenza di ICE, a partire dal 2004 è possibile rilevare come siano in crescita le richieste (e i ricavi) d'assistenza commissionate direttamente dalle imprese, a scapito dei servizi richiesti da operatori economici volti a favorire i contatti fra le imprese.

Un ulteriore servizio offerto nell'ambito dell'assistenza alle imprese è costituito dall'*individuazione delle controparti*. In tale gamma di prodotti l'ICE offre alle aziende interessate le liste dei nominativi di operatori economici esteri (selezionati e forniti dagli uffici in base alle specifiche necessità indicate dal cliente) che potrebbero essere potenzialmente interessate ad intraprendere rapporti commerciali o di partnership con la società italiana. Gli elenchi vengono forniti dall'Ente a pagamento e possono essere più o meno personalizzati in base alle necessità dell'azienda cliente. Sempre nell'ambito di tale servizio rientrano sia l'organizzazione di incontri d'affari con le società estere che le attività di raccolta e trasmissione di informazioni riservate su imprese estere, che consiste essenzialmente in valutazioni riguardanti la solvibilità dei potenziali partners esteri.

Assistenza alle imprese significa anche promozione aziendale, ovvero la predisposizione di piani pubblicitari, presentazioni aziendali e di prodotti, organizzazione di simposi e conferenze stampa, e partecipazione a fiere e mostre autonome.

Qualora un'impresa necessiti di un'assistenza che non è direttamente ricompresa in queste tre tipologie di servizi, o nel caso si ritenga necessaria una maggior prossimità dei servizi di ICE alla realtà dell'azienda, l'Istituto può svolgere un'assistenza operativa in loco personalizzata. La finalità di questo prodotto è quella di svolgere una vera e propria attività di consulenza ad hoc per le aziende interessate ad avviare progetti di investimento all'estero o di commercializzazione internazionale. La consulenza of-

ferta copre un vasto spettro di ambiti, dall'amministrativo al tecnico, dal legale al commerciale, tutti letti nella prospettiva di sviluppo e consolidamento aziendale a livello internazionale.

c) A partire dal 1998 le attività di **informazione** sono organizzate nel programma SINCE (Sistema Informativo Nazionale per il Commercio Estero) attraverso rubriche, pubblicazioni periodiche e banche dati. Negli ultimi anni inoltre sono stati messi in atto importanti sforzi volti ad integrare il patrimonio informativo con le altre istituzioni pubbliche, al fine di avere in futuro una piattaforma elettronica comune sulle tematiche legate all'internazionalizzazione. Grazie a tale strumento è possibile, per le imprese interessate, consultare on-line le guide ai mercati internazionali, le notizie aggiornate sulla concorrenza e sui mercati, le opportunità di business presenti e un'ampia serie di ulteriori informazioni necessarie per svolgere l'attività aziendale a livello internazionale.

d) L'ultima tipologia di attività svolta dall'Istituto per il Commercio Estero è costituita dalla **formazione** finalizzata all'internazionalizzazione. ICE svolge tale servizio in maniera autonoma o tramite la collaborazione con altri enti (regioni, università, camere di commercio, ...) con l'obiettivo primario di sviluppare progetti formativi a distanza. Le attività di formazione proposte si sviluppano in progetti diversi in base al fatto che i soggetti interessati siano giovani laureati, aziende italiane, manager o imprenditori stranieri. Lo scopo primario di questi servizi è quello di qualificare al massimo le risorse umane nel campo dei processi di internazionalizzazione delle imprese. I soggetti destinatari di questa funzione sono per lo più (85%) i giovani laureati, mentre il restante 15% riguarda la formazione di aziende italiane, di manager e di aziende straniere. Fino al 2005 sono stati messi in atto dall'Istituto oltre 300 iniziative, che comprendono corsi di specializzazione, tirocini presso aziende nazionali ed estere (circa il 37% del totale dei tirocini) e progetti di studio promossi dalle Università e rispettivi partner imprenditoriali, in esecuzione di un accordo quadro fra MAP, ICE e la Conferenza dei Rettori. Nel 2004 l'Ente ha inoltre assegnato 20 borse di studio per un'esperienza di ricerca presso gli uffici ICE nelle aree balcaniche, del Mediterraneo, dei nuovi Paesi membri dell'UE, della Russia e della Cina. Tali finanziamenti vengono erogati in collaborazione con altri centri di formazione ed Università, per Master post-universitari in materia di internazionalizzazione.

La formazione di imprenditori e manager italiani è avvenuta all'interno degli accordi del programma fra ICE, MAP e Regioni in collaborazione con altre scuole di formazione legate ad associazioni imprenditoriali. Nel 2005 sono state svolte circa 2.800 ore, in parte in aula, in parte dedicate a un contatto diretto con le aziende coinvolte.

2.5 SIMEST (Società Italiana per le Imprese all'Estero)

2.5.1 Dimensione Istituzionale

La Società Italiana per le Imprese all'Estero è la finanziaria di sviluppo e promozione delle imprese italiane in ambito internazionale ed è stata costituita con la legge 100/90 come S.p.A. (ma operativa dal 1991) al fine di promuovere e sviluppare le attività delle imprese italiane all'estero, sia a livello commerciale che produttivo, mediante assistenza e strumenti finanziari diversificati. La stessa legge, all'art. 1 comma 4, ha stabilito che l'azionista di maggioranza al momento della costituzione della società fosse lo Stato italiano, che, grazie alla sottoscrizione da parte del Ministero dello Sviluppo Economico di 50 milioni dei 98 milioni di azioni emesse, avrebbe avuto il controllo della società stessa, risultando così sia il promotore che l'azionista di riferimento della SIMEST. Oggi il capitale sociale ammonta a 164,65 milioni di euro, 125 milioni dei quali in mano al Ministero del Commercio Internazionale, che detiene così il 76% del pacchetto azionario. Il restante 24% è in mano per il 9,95% a Mediocredito Centrale (che nel 1991 possedeva il 28,57%) e per il 14,05% a banche (Sanpaolo-IMI, Capitalia, ...), imprese (ENI S.p.A., ...), associazioni imprenditoriali (Confindustria, Federexport, ...) e di categoria (Unioni e Associazioni degli industriali).

La SIMEST ha come oggetto «*la partecipazione ad imprese e società all'estero promosse o partecipate da imprese italiane ovvero da imprese aventi stabile organizzazione in uno stato dell'Unione europea, controllate da imprese italiane, nonché la promozione ed il sostegno finanziario, tecnico-economico ed organizzativo di specifiche iniziative di investimento e di collaborazione commerciale ed industriale all'estero da parte di imprese italiane*» (art. 1, co. 1 l. 100/90).

Tale finalità viene raggiunta con particolare attenzione per le piccole e medie imprese, ovvero per tutte quelle realtà italiane, che comprendono anche le aziende in forma cooperativa, quelle commerciali, artigiane e turistiche, per le quali risulterebbe maggiormente complicata l'attuazione di un progetto di internazionalizzazione dell'impresa stessa. Potranno così beneficiare dei servizi offerti da SIMEST innanzitutto quelle realtà produttive rispondenti ai requisiti fissati dalla Raccomandazione Comunitaria n. 2003/361/CE, che ha aggiornato la precedente disciplina sui criteri di individuazione delle piccole e medie imprese (PMI).

Per essere riconosciuta come PMI, l'azienda deve rispettare cumulativamente i valori "soglia" previsti, sia per numero di dipendenti, che per valore di fatturato, o, in alternativa al totale di bilancio, con riferimento all'ultimo esercizio contabile chiuso e approvato.

In particolare, nell'ambito della categoria delle PMI, è considerata MEDIA l'impresa che:

- ha un numero di occupati compreso tra 50 e 249 e
- un fatturato annuo non superiore a euro 50 milioni, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a euro 43 milioni;

si definisce PICCOLA l'impresa che:

- ha un numero di occupati compreso tra 10 e 49 e
- ha un fatturato annuo, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a euro 50 milioni;

infine, si definisce MICROIMPRESA, quella realtà che:

- ha meno di 10 occupati e
- ha un fatturato annuo, oppure un totale di bilancio annuo non superiore a euro 2 milioni.

I due requisiti relativi al numero di addetti e al volume del fatturato o del totale di bilancio, sono cumulativi, nel senso che tutti e due devono sussistere.

Comunque, per la determinazione delle dimensioni aziendali entrano in gioco anche altri fattori che riguardano la situazione di autonomia dell'impresa o se essa risulta associata o collegata ad altre realtà.

SIMEST svolge la propria attività in coordinamento con il Ministero Commercio Internazionale, tanto che, in base a quanto definito dal comma 1 dell'art. 2 della legge 100 del 1990, la società è soggetta a delle "linee direttrici" formulate dal Ministero stesso in collaborazione con il direttore generale dell'Istituto per i Servizi Assicurativi all'Estero (SACE), con il direttore generale di Mediocredito Centrale e con il direttore generale dell'Istituto nazionale per il Commercio Estero (ICE) e sulla base degli indirizzi generali stabiliti dal Comitato Interministeriale per la Politica Economica Estera (CIPES). Operativamente la SIMEST, attraverso programmi e strumenti adeguati, provvede³³:

- a) *a promuovere la costituzione di società all'estero da parte di società ed imprese, anche cooperative, e loro consorzi e associazioni, cui possono partecipare enti pubblici economici ed altri organismi pubblici e privati;*
- b) *a partecipare, con quote di minoranza, nel limite indicato all'articolo 3, comma 1, a società ed imprese all'estero, anche già costituite;*
- c) *a sottoscrivere obbligazioni convertibili in azioni e acquistare certificati di sottoscrizione e diritti di opzione di quote o azioni delle società ed imprese di cui alle lettere a) e b), con il limite previsto alla lettera b); d) a partecipare ad associazioni temporanee di imprese e ad altri accordi di cooperazione tra società ed imprese all'estero, con il limite previsto alla lettera b);*
- d) *ad effettuare, a favore delle società ed imprese partecipate, ogni altra operazione di assistenza tecnica, amministrativa, organizzativa e finanziaria;*
- e) *ad effettuare ricerche di mercato, sondaggi e studi di fattibilità, anche mediante apposite convenzioni, preordinate alla costituzione di società ed imprese (...) all'estero, anche d'intesa con l'Istituto nazionale per il commercio estero (ICE);*
- f) *a rilasciare garanzia in favore di aziende ed istituti di credito italiani o esteri per finanziamenti a soci esteri locali a fronte della loro partecipazione nelle società ed imprese (...), nel rispetto del limite di cui alla lettera b);*
- g) *a partecipare, in posizione di minoranza, a consorzi e società consortili, anche miste, fra piccole e medie imprese che abbiano come scopo la prestazione di servizi reali a favore di imprese (...) all'estero ed usufruiscano dei contributi o di altre agevolazioni del Ministero dell'industria del commercio e dell'artigianato.*
- h) *a concedere finanziamento, di durata non superiore ad otto anni alle imprese o società estere di cui alla lettera b), anche nell'ambito di operazioni di cofinanziamento con la Banca Europea per gli investimenti (BEI), la International financial corporation (I.F.C.) ovvero altri enti*

³³ Art. 1, co. 2 l. 100/90

sovraneazionali, in misura non eccedente il 25 per cento dell'impegno finanziario previsto dal programma economico dell'impresa o società estera;

inter- a partecipare a società italiane o estere che abbiano finalità strumentali correlate al perseguimento degli obiettivi di promozione e di sviluppo delle iniziative di imprese italiane di investimento e di collaborazione commerciale ed industriale all'estero, quali società finanziarie, assicurative, di leasing, di factoring e di general trading.

SIMEST è attiva, per quanto concerne gli strumenti agevolativi, in tutti i Paesi al di fuori dell'Unione Europea, fatta eccezione per gli interventi a sostegno dei crediti all'esportazione, che possono venire concessi anche a favore di Nazioni europee.

Con riferimento alla costituzione di imprese italiane in Paesi esteri, l'Istituto interviene soprattutto nei confronti di quei Paesi che possiedono normative di salvaguardia degli interventi esteri o che siano comunque firmatari di accordi con il Governo italiano, finalizzati alla protezione degli investimenti esteri. Hanno particolare interesse per SIMEST quelle nazioni che siano particolarmente legate al "sistema Italia" o che comunque siano favorevoli agli investimenti italiani.

Gli interventi gestiti dalla SIMEST dovranno essere mirati, evitando il rischio di rappresentare una semplice fuoriuscita di risorse che vada a finanziare operazioni dispersive e disorganiche. La Società dovrà concentrare i propri sforzi in Paesi e settori individuati tramite *rigorosi criteri di validità economica*³⁴, con buone possibilità di crescita e che possano rappresentare la base futura per un ruolo strategico dell'industria italiana nell'Area.

Le risorse a disposizione della SIMEST sono principalmente costituite da quelle distribuite alla Società dal Ministero Commercio Internazionale. Per quanto concerne il 2006, il Ministero ha stabilito che il piano previsionale dei fabbisogni finanziari della SIMEST fosse rappresentato da due tipologie di fondi: il fondo contribuito agli interessi istituito dalla legge n. 295/73 e il fondo rotativo istituito dalla legge n. 394/81³⁵. Con riferimento al primo fondo il Ministero ha ritenuto di stanziare a favore della Società 285 milioni di euro (contro i 261 milioni del 2005), valore che era già stato previsto nel corso del 2004. Con riferimento al fondo rotativo, le risorse concesse saranno pari a 119 milioni di euro, comprensive dei 69 milioni già disposti in precedenza e dei 50 assegnati dalla legge n. 311 del 2004.

A seguito di quanto stabilito dalla legge n. 19 del 1991, la Società Italiana per le Imprese all'Estero è azionista della FINEST, una finanziaria di sviluppo economico dell'area del Triveneto. La quota detenuta da SIMEST è pari al 3,9% del capitale sociale (56,4 milioni di euro) di FINEST. SIMEST è inoltre membro dell'EDFI, l'Associazione delle finanziarie di sviluppo europee a sostegno degli investimenti privati all'estero. L'EDFI ha sede a Bruxelles e il suo oggetto sociale è quello di favorire la collaborazione fra le diverse società nazionali di sviluppo economico, incentivando le collaborazioni e le sinergie, anche grazie agli interventi della Banca Europea e della Commissione Europea. Il portafoglio consolidato di tutti i membri dell'EDFI è di circa 10 miliardi di euro.

³⁴ Art. 2, co. 1 l. 100/90.

³⁵ Valori stabiliti in base alla delibera del Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica in data 29 luglio 2005 e pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 21 del 26 gennaio 2006.

2.5.2 Servizi offerti

La SIMEST promuove un'equilibrata internazionalizzazione delle imprese italiane, mediante assistenza e strumenti finanziari diversificati, con particolare interesse alle PMI; le imprese minori infatti, oltre ad avere ampio rilievo nella struttura produttiva italiana, normalmente non dispongono al loro interno delle competenze necessarie per mettere in atto una forma di internazionalizzazione che non sia una mera attività di esportazione.

Il complesso dei prodotti della Società Italiana per le Imprese all'Estero può venire rappresentato in tre forme di servizi: strumenti volti al finanziamento, alla consulenza e alla promozione delle imprese italiane che operano all'estero.

Il core business della SIMEST consiste nella predisposizione e nella gestione di un vasto numero di strumenti aventi come scopo il **sostegno finanziario** dei soggetti che ne facciano richiesta e che siano ritenuti idonei per beneficiare dello stesso. In linea di massima tali soggetti sono costituiti da imprese italiane che operano o hanno intenzione di operare a livello internazionale attraverso la predisposizione di investimenti diretti all'estero, andando quindi a integrare la propria produzione in nazioni diverse dall'Italia. Come è possibile osservare dal Figura 8, la Società offre i diversi strumenti di finanziamento o tramite una partecipazione agli investimenti o tramite la gestione di strumenti agevolativi.



Figura 8. Struttura dei servizi della SIMEST volti al finanziamento

Fonte: personale

Partecipazione agli investimenti

SIMEST attua la partecipazione agli investimenti o tramite una diretta partecipazione al capitale di società estere o tramite la gestione di fondi di venture capital istituiti e finanziati dal Ministero Commercio Internazionale.

a) Partecipazione al capitale di imprese estere e contributo agli interessi

Il principale strumento a sostegno degli investimenti delle imprese italiane all'estero è senza dubbio costituito dalla già citata legge 100 del 24 aprile 1990, la legge istitutiva della SIMEST. In base a quanto stabilito da tale normativa la Società Italiana per le Imprese all'Estero può sostenere l'internazionalizzazione delle imprese italiane o attraverso l'acquisizione di una quota pari o inferiore al 25% del capitale sociale delle imprese estere o attraverso un contributo agli interessi, agevolando i finanziamenti concessi da una qualsiasi banca operante in Italia alla società italiana. Affinché possa venire attuato questo secondo tipo di sostegno è tuttavia necessario che il finanziamento concesso dall'istituto di credito sia finalizzato all'acquisizione di quote del capitale di rischio di società estere da parte dell'impresa italiana.

Sebbene tali sostegni finanziari possano venire concessi a favore di imprese italiane di qualsiasi dimensione e operanti in qualsiasi settore, viene normalmente data priorità alle PMI che intendono investire in imprese estere attive in settori produttivi collegati al proprio (quindi anche situati a monte o a valle). Per beneficiare della partecipazione al capitale sulle imprese estere, le società interessate devono presentare domanda direttamente alla SIMEST senza che esista la necessità di utilizzare alcuna modulistica particolare, solo in un secondo momento verranno indicate alla compagnia quali sono le informazioni necessarie per procedere (un maggiore scambio di dati e moduli è invece richiesto qualora si voglia richiedere un contributo agevolativo agli interessi).

La durata massima della partecipazione assunta è di 8 anni, durante i quali devono venire stabiliti i termini in base ai quali la quota in capo alla SIMEST debba essere riacquisita dall'impresa italiana. Nel caso in cui la società estera non risulti quotata, il valore di riacquisto sarà pari al valore patrimoniale della stessa. Anche per quanto concerne i finanziamenti oggetto dei contributi agli interessi, il limite temporale massimo è pari a 8 anni dalla prima erogazione del finanziamento, tenuto conto di un periodo massimo di ammortamento e preammortamento di 3 anni.

Il contributo agli interessi consiste nella concessione di un tasso di contribuzione pari al 50% del tasso di riferimento previsto dal DPR 902/76, vigente alla data di stipula del contratto di finanziamento³⁶, in modo tale da rendere meno oneroso il mutuo stesso per la società italiana richiedente (il tasso di interesse del mutuo concesso dalla banca all'azienda italiana non è soggetto a vincoli). L'importo agevolabile viene concesso nei limiti del 90% della quota complessiva di partecipazione italiana ed entro il 51% del capitale della società estera partecipata (se quindi la partecipazione dovesse superare il 51% del capitale dell'impresa estera, il valore soggetto ad agevolazione sarebbe pari al 90% del 51% del capitale dell'impresa estera).

Il finanziamento concesso non può superare i 40 milioni di euro all'anno per impresa né gli 80 milioni di euro all'anno a gruppo economico (gruppo che redige il consolidato).

Il CIPE (Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica) può porre alcune deroghe ai limiti posti dalla normativa, concedendo ad esempio la possibilità di acquisire quote superiori al 25%, per un periodo superiore agli 8 anni, ...³⁷

³⁶ Art. 4, co. 1 l. 100/90

³⁷ Art. 3, co. 1 l. 100/90

Tabella 17. Investimenti all'estero SIMEST

Partecipazioni SIMEST	1991-2005		2005		2004	
	n°	milioni di euro	n°	milioni di euro	n°	milioni di euro
Progetti approvati						
Nuovi progetti di società estere	788	592,5	72	57,9	78	49,5
Ampliamenti e ridefinizioni di progetti	118	60,6	20	18,0	12	6,3
Partecipazioni acquisite						
Nuove partecipazioni	431	289,7	53	29,9	45	29,1
Aumenti di capitale	126	51,5	12	6,1	17	6,9
Partecipazioni cedute	204	168,6	26	21,1	21	33,9

Fonte: SIMEST

Come è possibile osservare dalla Tabella 17, SIMEST ha approvato complessivamente, dal 1991 ad oggi, 788 progetti, pari a quasi 600 milioni di euro di investimenti gestiti e da gestire. Nel 2005 e rispetto al 2004, la Società ha indirizzato la propria attenzione verso un numero minore di progetti ma dalle dimensioni maggiori, visto che si è passati da 78 a 72 progetti, mentre gli investimenti ad essi collegati sono aumentati di 8,6 milioni di euro (dai 49,5 milioni del 2004 ai 57,9 milioni del 2005). A livello geografico, durante il 2005, SIMEST ha accettato di impegnarsi principalmente verso la Cina (22 progetti approvati, pari a 187.577.000 euro di investimenti previsti e un'esposizione di SIMEST di circa 16 milioni di euro) e verso nazioni dell'Est Europa come Romania (9 progetti approvati per oltre 31 milioni di euro di investimenti futuri e 3,25 milioni di euro di impegni assunti da SIMEST), Albania (2 grandi progetti da 44 milioni di euro di investimento e 2,2 milioni di impegno assunto) e Bulgaria (3 progetti, pari a quasi 16 milioni di euro investiti e circa 1,5 milioni di impegni assunti). Rilevanti, nonostante un minor numero di progetti approvati, saranno anche gli investimenti e gli impegni assunti da SIMEST negli Stati Uniti e in Brasile (in tali nazioni saranno effettuati investimenti totali pari rispettivamente a 124 e 169 milioni di euro e SIMEST si esporrà per 6,3 e 12 milioni di euro)³⁸. Rispetto al passato è interessante notare come la volontà di essere presenti in mercati esteri sia una delle motivazioni dominanti degli imprenditori italiani che effettuano progetti di investimento insieme a SIMEST. Si nota inoltre una tendenza positiva ad effettuare investimenti con contenuti di media e alta tecnologia e a ricercare partners stranieri solidi, in modo tale da poterne dare diretto beneficio anche alla società italiana. Il valore delle partecipazioni acquisite è invece rimasto pressoché stabile e pari a circa 29,5 milioni di euro tra 2004 e 2005, nonostante in quest'ultimo anno le partecipazioni siano cresciute da 45 a 53. Delle 431 partecipazioni acquisite dal 1991 ad oggi, 204 sono state cedute, in linea con quanto richiesto dalla legge 100 del 1990, che stabilisce che tali partecipazioni non possano essere mantenute in portafoglio per più di 8 anni. La ripartizione per area geografica delle partecipazioni indicata dal Figura 9 al 31 dicembre 2005 vede prevalere nettamente gli investimenti effettuati a vantaggio di nazioni dell'Europa centro-orientale (50% delle partecipazioni acquisite), seguiti dalle partecipazioni assunte verso società ubi-

³⁸ Tabella 35 in Appendice.

cate in Asia e in America centro-meridionale (pari rispettivamente al 15 e al 14 per cento del totale). Nel 2005 il Paese con il maggior numero di acquisizioni è stata la Cina (16) seguita dalla Romania (12), mentre per quanto riguarda la dimensione delle società italiane promotrici delle aziende all'estero si conferma una netta prevalenza delle PMI (oltre i due terzi del totale).

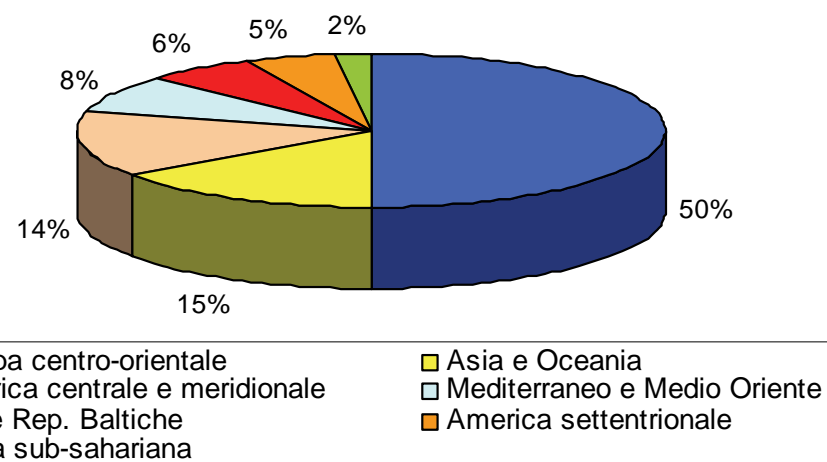


Figura 9. Ripartizione per area geografica delle partecipazioni assunte dal 1991 al 2005
Fonte: SIMEST

b) Gestione di fondi di Venture Capital

Dal febbraio 2004 il Ministero per il Commercio Internazionale (ex Ministero delle Attività Produttive) ha istituito alcuni fondi a carattere rotativo, i cosiddetti fondi di Venture Capital, con l'obiettivo di sostenere l'internazionalizzazione italiana in aree geografiche ritenute strategiche per lo sviluppo. SIMEST gestisce tali fondi e, grazie ad essi, è in grado di acquisire partecipazioni in imprese estere. È possibile aggiungere queste quote alle partecipazioni che la Società Italiana per le Imprese all'Estero acquisisce autonomamente in base alla legge 100/90. Tali fondi hanno carattere rotativo, dal momento che, con la cessione delle proprie quote al partner italiano (mediamente in 5-6 anni) il valore della partecipazione reintegra i fondi stessi che possono così essere reinvestiti in nuovi progetti.

Il 2005 ha costituito l'anno di consolidamento dell'operatività dei fondi di Venture Capital e attualmente risultano operativi cinque fondi verso altrettante zone geografiche, come è possibile osservare dalla Tabella 18. Sono tuttavia in fase di sviluppo progetti di finanziamento con l'obiettivo di sostenere l'internazionalizzazione italiana in altri Paesi dell'Est Europa, in altri Paesi africani e dell'Asia Orientale.

Tabella 18. Fondi di Venture Capital – Paesi e relativi stanziamenti

Nome Fondo	Paesi di destinazione	Stanziamenti dal 2004 ad oggi
Fondo Cina	Repubblica Popolare Cinese	50.329.140 di cui: 40.000.000 per tutte le imprese nazionali; 10.329.140 riservati alle PMI (anche in associazione con altre imprese nazionali).
Fondo Russia e Ucraina	Federazione Russa, Ucraina, Azerbaijan, Moldavia, Armenia e Georgia	60.000.000 per tutte le imprese nazionali
Fondo America Centro meridionale	Paesi dell'America Centrale ed America Meridionale ad esclusione dei territori e possedimenti d'oltremare dei paesi della Unione Europea (PTOM) e di dipartimenti francesi d'oltremare (DOM).	10.000.000 per tutte le imprese nazionali
Fondo Mediterraneo	Marocco, Tunisia, Algeria, Libia, Egitto, Israele, Libano, Giordania, Siria, Autorità Palestinese, Turchia, Iraq; Paesi confinanti con l'Iraq (purché con attività prevalente all'Iraq); Tutti i restanti Paesi dell'Africa, compresi quelli insulari; Paesi del sud est asiatico: India, Indonesia, Malaysia, Maldive, Sri Lanka e Thailandia.	54.139.350 euro di cui: 20.000.000 euro per tutte le imprese nazionali; 25.822.840 riservate alle imprese meridionali (Basilicata, Calabria, Campania, Puglia, Sicilia e Sardegna), nonché ad altre aree depresse italiane; 8.316.510 riservati alle PMI.
Fondo Balcani	Albania, Bosnia Erzegovina, Bulgaria, Croazia, ex Repubblica Jugoslava di Macedonia, Romania, Serbia e Montenegro.	13.758.910 euro per tutte le imprese nazionali.
Fondo Jugoslavia	Albania, Bosnia Erzegovina, Bulgaria, ex Repubblica Jugoslava di Macedonia, Romania, Serbia e Montenegro.	40.329.140 euro di cui: 30.000.000 per tutte le imprese nazionali; 10.329.140 riservati alle PMI.

Fonte: SIMEST

Come già accennato, la partecipazione che SIMEST può acquisire grazie a tali strumenti finanziari va a sommarsi alla partecipazione assumibile in base alla legge 100 del 1990, fino al raggiungimento del 49% del capitale dell'impresa estera partecipata e senza che l'imprenditore debba conferire alcuna garanzia sul riacquisto della quota per la parte relativa ai Fondi di venture Capital.

Esistono tuttavia alcuni limiti sulla quota che può essere assunta attraverso tali fondi. L'intervento, insieme alla partecipazione di SIMEST, non può infatti superare il totale delle partecipazioni delle azien-

de italiane nell'impresa estera, né può essere superiore al doppio della partecipazione acquisita da SI-MEST in base alla legge 100/90. In termini di valore non esiste alcun limite per quanto riguarda i fondi Cina, Mediterraneo, Russia e Ucraina e Jugoslavia, mentre il fondo Balcani non può superare 516.456 euro. Così come nel caso della legge 100/90 la partecipazione può durare al massimo 8 anni.

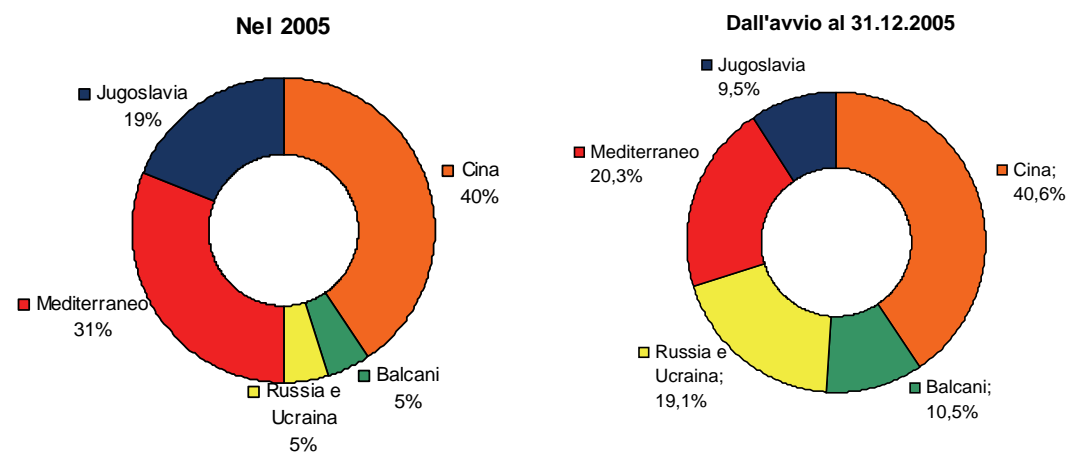


Figura 10 . Fondi di Venture Capital – Partecipazioni approvate (% sul totale degli importi)

Fonte: SIMEST

Questo strumento di finanziamento è risultato molto attraente per le imprese italiane intenzionate a rivolgersi verso i Paesi oggetto dei fondi, tanto che, nel primo anno in cui i fondi stessi sono stati istituiti, i progetti attuati sono stati ben 69, per partecipazioni di oltre 71 milioni di euro, mentre nel 2005 i progetti sono stati 73 (66 riguardanti nuove iniziative e 7 aumenti di capitale), con fondi utilizzati per 65,6 milioni di euro e investimenti complessivi da parte delle società estere per 575,1 milioni di euro. Le aree che maggiormente hanno beneficiato nel 2005 di tali fondi hanno riguardato la Cina e il fondo Mediterraneo, che hanno costituito rispettivamente il 40 e il 31 per cento del totale (Figura 10), mentre, rispetto al 2004, gli investimenti diretti verso le aree balcaniche e verso la Russia hanno visto un deciso calo. Proprio il successo di questo strumento finanziario ha costretto il Ministero ad effettuare alcune correzioni sulle dimensioni stesse dei fondi. Durante il 2004 infatti le richieste a sostegno di alcune aree (come quelle gestite dal Fondo Cina) sono state superiori alle attese e, in conseguenza di ciò e soprattutto per alcuni Paesi, si potrebbe verificare in futuro una scarsità di risorse, prima che inizino i rientri previsti. A tal proposito sono stati attuati alcuni adeguamenti normativi volti a distribuire meglio le disponibilità finanziarie tra i vari fondi, spostando risorse da quelli meno utilizzati verso quelli maggiormente interessanti. Se analizziamo la Tabella 19, notiamo infatti come il Fondo Mediterraneo sia stato notevolmente rinforzato durante il 2005 (il fondo è stato aumentato di circa 20,5

³⁹ La necessità di rinforzare il Fondo Mediterraneo è dovuta anche al fatto che, a partire dal 2005, esso viene utilizzato anche a sostegno di nuove aree come l'India, l'Indonesia, la Malaysia, le Maldive, lo Sri Lanka e la Thailandia.

milioni di euro), dal momento che gli importi precedentemente assegnati (7,4 milioni di euro) non sarebbero stati sufficienti a garantire una copertura per le necessità future³⁹. Le nuove risorse per tale area sono state trovando attraverso una riduzione di quelle destinate ad altre zone, come quelle destinate al Fondo Russia e Ucraina, che, dopo un 2004 durante il quale erano stati qui assegnati più di 23 milioni di euro, nel 2005 è stato disposto un importo pari a soli 3 milioni di euro. Situazione simile a quella del Fondo Mediterraneo è quella riguardante il Fondo Jugoslavia, che, nel 2005, ha visto incrementare gli importi disponibili di ben 17 volte (si è passati da 687.000 euro del 2004 ai 12.322.000 euro del 2005).

Tabella 19. Fondi di Venture Capital – Partecipazioni approvate nel 2005 e dall'avvio al 31.12.2005

Paesi	N. Iniziative		Importo Fondo migliaia di euro		Investimenti previsti migliaia di euro	
	2005	Dall'avvio al 31.12.05	2005	Dall'avvio al 31.12.05	2005	Dall'avvio al 31.12.05
Fondo Cina	25	45	26.539,23	55.814,53	309.998	506.494
Cina	25	45	26.539,23	55.814,53	309.998	506.494
Fondo Mediterraneo	17	26	20.451,44	27.848,94	105.813	198.826
Algeria	-	1	-	110,00	-	824
Isole Di Capo Verde	1	1	6.600,00	6.600,00	28.000	28.000
Egitto	4	5	4.368,50	4.899,50	28.928	41.295
Eritrea	2	2	1.819,00	1.819,00	5.072	5.072
India	2	2	1.517,00	1.517,00	8.486	8.486
Israele	-	1	-	1.080,00	-	8.418
Kuwait	1	1	99,00	99,00	550	550
Marocco	1	1	176,00	176,00	900	900
Mauritius	-	1	-	176,00	-	450
Tunisia	5	9	5.413,64	10.198,14	27.858	93.258
Turchia	1	2	458,30	1.174,30	6.019	11.573
Fondo Russia e Ucraina	8	17	3.065,20	26.192,20	21.115	190.349
Rep. Moldava	1	1	120,00	120,00	472	472
Russia	4	12	1.801,00	24.248,00	12.072	168.922
Ucraina	3	4	1.144,20	1.824,20	8.571	20.955
Fondo Balcani	9	36	3.273,11	14.475,02	39.534	148.852
Albania	-	1	-	516,00	-	2.175
Bulgaria	1	5	198,00	1.382,01	1.844	16.328
Croazia	1	4	516,00	1.838,46	13.039	34.308
Macedonia	-	1	-	516,00	-	8.130
Romania	6	23	2.442,11	9.589,55	24.315	85.669
Serbia e Montenegro	1	2	117,00	633,00	336	2.242
Fondo Jugoslavia	14	18	12.322,00	13.009,00	98.671	106.066
Albania	2	2	3.080,00	3.080,00	44.133	44.133
Bulgaria	2	2	2.384,00	2.384,00	14.082	14.082
Macedonia	1	1	2.142,00	2.142,00	8.105	8.105
Romania	6	6	3.320,10	3.320,10	21.498	21.498
Serbia e Montenegro	3	7	1.395,90	2.082,90	10.853	18.248
TOTALE	73	142	65.651	137.340	575.131	1.150.587

Fonte: SIMEST e ICE

Come è facile intuire, specialmente nel momento in cui tali fondi sono stati istituiti, l'interesse maggiore si è rivolto alle imprese dell'Est Europa, dal momento che dei cinque fondi (Balcani, Jugoslavia e Russia e Ucraina) sono finalizzati a sostenere lo sviluppo in tale area. Come conferma la forte rilevanza della Cina (con 20 nuovi progetti approvati nel 2004 per investimenti pari a quasi 30 milioni di euro), è da rilevare che probabilmente già nell'immediato futuro l'attenzione si indirizzerà molto anche verso i Paesi africani e dell'Asia orientale, in modo tale che le PMI italiane siano direttamente coinvolte dallo sviluppo economico che sta coinvolgendo tali aree geografiche.

Le imprese che, nel 2005, hanno maggiormente beneficiato dell'attività di questi fondi sono localizzate principalmente in Lombardia (16,58% del totale), Emilia Romagna (13%) e Veneto (6,15%), mentre risultano poco rilevanti gli interventi effettuati a favore di realtà del meridione, dal momento che regioni come Campania e Sicilia hanno costituito solo lo 0,47% e lo 0,8% del totale. Analizzando invece i dati relativi alla dimensione delle imprese richiedenti, si osserva come circa la metà delle operazioni riguardi piccole e medie imprese, per un valore pari a un quinto delle risorse inizialmente impiegate⁴⁰. La presenza della grande impresa italiana si sente soprattutto per quel che concerne gli interventi a favore di imprese cinesi, mentre le piccole imprese si concentrano maggiormente nei Paesi dell'Est Europa⁴¹.

Le imprese che fossero interessate ad usufruire di tali sostegni finanziari devono presentare una richiesta scritta a SIMEST utilizzando un apposito modulo. Successivamente all'approvazione della partecipazione nell'impresa estera la SIMEST completa l'esame della richiesta di partecipazione a valere sulle disponibilità del Fondo e la sottopone al Comitato di Indirizzo e Rendicontazione, istituito presso la Direzione generale per le politiche di internazionalizzazione del Ministero Commercio Internazionale.

Al fine di decidere se un progetto presentato possa beneficiare dell'appoggio dei fondi di Venture Capital, SIMEST svolge quattro diversi tipi di valutazione. L'obiettivo finale è quello di fornire un giudizio sintetico sulla validità tecnica, finanziaria ed economica dei progetti di investimento. Le valutazioni riguardano:

- Valutazione del partner italiano;
- Valutazione del progetto;
- Valutazione della coerenza progetto/partner italiano;
- Valutazione del Paese target.

⁴⁰ Nel 2005 le piccole e le medie imprese hanno rispettivamente costituito il 20,6% e il 35,6% del numero delle partecipazioni approvate dai fondi.

⁴¹ Vedi Figura 24 in Appendice.

⁴² Essi sono:

- MP/D indice di solidità patrimoniale (mezzi propri /totale debiti), individua il grado di capitalizzazione dell'azienda;
- PE/CC indice di equilibrio finanziario (MPE = mezzi permanenti, cioè "mezzi propri + debiti consolidati - immobilizzi"; CC = capitale circolante lordo, cioè "attività realizzabili + liquidità + crediti");
- ROE indice di redditività dei mezzi propri ("risultato netto / mezzi propri");
- L/DF indice di liquidità (L = "liquidità + crediti a breve" e DF = "debiti a breve");
- R/D indice di rotazione dei debiti (R = "ricavi netti di vendita", D = "totale debiti");
- CF/D indice di capacità di rimborso (CF = "cash flow", D = "totale debiti")
- CF/R (CF = "cash flow", R = "ricavi netti di vendita")

La valutazione del partner italiano ha alla base un'analisi degli ultimi tre bilanci societari oltre che uno studio su sette indici di bilancio maggiormente significativi della situazione economico-finanziaria⁴², calcolati con riferimento all'ultimo bilancio ufficiale dell'impresa. La classificazione del partner italiano viene indicata in cinque diverse classi (da A1 a A5) in ordine decrescente di merito. Ad integrazione di tale classificazione, viene ulteriormente considerato favorevolmente l'ottenimento della certificazione di qualità e un trend di crescita dei principali indici di bilancio.

Il progetto viene valutato dal punto di vista qualitativo e della redditività. Gli aspetti qualitativi hanno ad oggetto il mercato e gli aspetti gestionali e vengono classificati attraverso un scorino che va da 0 a 3. Elementi positivi sono chiaramente una situazione di espansione economica, un prodotto interno lordo in crescita e un management aziendale ben identificato. La valutazione della redditività, indicata con un valore che va da 0 a 4, viene calcolato come media aritmetica dei valori di scorino attribuibili a indici quali: Cash Flow/Fatturato, ROI, ROE e Anno di raggiungimento del BEP (1°, 2° o successivo). Anche in questa seconda valutazione si avrà come output finale una classifica da A1 a A5 (dalla situazione migliore alla peggiore).

Successivamente SIMEST valuta la coerenza del progetto con il partner italiano. Con riguardo a ciò vengono valutati aspetti quali la coerenza tra la produzione/servizi della società estera e quella italiana, le immobilizzazioni presenti da una parte e dall'altra, il fatturato, il valore sociale e la capacità gestionale del partner italiano. Il risultato verrà infine identificato attraverso la tabella riassuntiva A1-A5.

L'ultima tipologia di operazione per decidere se accettare o meno un progetto ha ad oggetto la valutazione da parte di SIMEST del Paese verso cui dovrà essere attuato il progetto. Nello svolgere tale operazione SIMEST agisce in collaborazione con SACE, utilizzando la valutazione sintetica del Paese costruita da quest'ultima. Le diverse nazioni vengono classificate in 7 categorie, da quella con il rischio minore a quella con il rischio più alto⁴³.

Gestione strumenti agevolativi

Dal 1999 è stata affidata a SIMEST la gestione di alcuni fondi pubblici per l'agevolazione finanziaria delle esportazioni e dell'internazionalizzazione del sistema produttivo italiano. Complessivamente questi fondi sono stati costituiti al fine di far fronte a cinque tipologie di interventi:

- per agevolare i crediti all'esportazione (dlgs 143/98, capo II);
- per agevolare gli investimenti all'estero (leggi 100/90 e 19/91) (v. punto precedente sulla "partecipazione agli investimenti");
- per promuovere programmi di penetrazione commerciale all'estero (legge 394/81);
- per facilitare la partecipazione a gare internazionali (legge 304/90);
- per sviluppare studi di prefattibilità e fattibilità e sostenere progetti di assistenza tecnica (dlgs 143/98, art. 22, comma 5), collegati alle esportazioni e agli investimenti italiani all'estero.

In base alle informazioni di SIMEST stessa e come è possibile osservare dalla Tabella 20, nel corso del 2005 sono state condotte 351 operazioni di finanza agevolata⁴⁴, pari a circa 4058 milioni di euro. Si noti come l'andamento non omogeneo dei diversi interventi dimostra come gli stessi abbiano risentito in

⁴³ Cfr. Tabella 36 in Appendice.

⁴⁴ Sono qui comprese anche i contributi agli interessi per gli investimenti all'estero regolamentati dalla legge 100 del 1990 e descritti al punto a).

modo non univoco della congiuntura interna ed internazionale. Solo i crediti all'esportazione hanno fatto registrare un importante aumento rispetto all'anno precedente, soprattutto grazie alle aspettative di aumento dei tassi di interesse, che hanno indotto le imprese esportatrici di beni di investimento a ricorrere a interventi di stabilizzazione del tasso di interesse sul credito all'esportazione stesso.

Tabella 20. Finanziamenti agevolati alle imprese da parte di SIMEST: numero operazioni e importo 2002-2005

Interventi	Numero operazioni				Importo (milioni di euro)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
Partecipazione a gare internazionali	19	17	14	5	3	3	1,8	0,4
Programmi di penetrazione commerciale	186	188	181	120	213	211	195	119,3
Credito all'esportazione	136	112	104	84	3.415	2.699	1.840	3.784,8
Investimento all'estero (legge 100/90)	78	84	115	83	265	171	268	139,9
Studi di fattibilità e assistenza tecnica	79	99	101	59	20	21	23,7	14,1
TOTALE	498	500	515	351	3.916	3.105	2.329	4.058,5
Distribuzione percentuale								
Partecipazione a gare internazionali	3,8%	3,4%	2,7%	1,4%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Programmi di penetrazione commerciale	37,3%	37,6%	35,1%	34,2%	5,4%	6,8%	8,4%	2,9%
Credito all'esportazione	27,3%	22,4%	20,2%	23,9%	87,2%	86,9%	79,0%	93,2%
Investimento all'estero	15,7%	16,8%	22,3%	23,6%	6,8%	5,5%	11,5%	3,4%
Studi di fattibilità e assistenza tecnica	15,9%	19,8%	19,7%	16,8%	0,5%	0,7%	1,0%	0,3%
TOTALE	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fonte: Ministero per lo Sviluppo Economico e SIMEST

a) Agevolazioni finanziarie per crediti all'esportazione

Il Decreto Legislativo 143 del 1998 prevede la possibilità di sostenere l'internazionalizzazione delle imprese italiane esportatrici consentendo loro di offrire alla controparte estera dilazioni di pagamento a condizioni competitive, in linea con simili interventi di sostegno effettuati da agenzie di credito all'esportazione ECA (Export Credit Agency) di altri Paesi. In particolare è da rilevare la possibilità di usufruire di contributi agli interessi su finanziamenti concessi da banche italiane o estere, che essenzialmente permettono di stabilizzare i tassi di interesse, utilizzando tassi fissi (denominati CIRR e

regolamentati in sede OCSE) inferiori a quelli usualmente praticati dalle banche italiane. Con tale strumento è possibile agevolare le esportazioni aventi ad oggetto forniture di macchinari e impianti, studi, progettazioni, lavori e servizi; risulta invece escluso l'export di beni di consumo e quello dei semilavorati non destinati ad essere integrati in beni di investimento.

Questa tipologia di agevolazione ha ad oggetto sia il credito fornitore che il credito acquirente (detto anche credito finanziario). Per quanto riguarda il credito fornitore, esso ha l'obiettivo di consentire all'esportatore italiano di utilizzare lo sconto pro-soluto, che, attraverso la cessione senza ricorso dei titoli rilasciati dal debitore estero, permette di coprire i rischi di credito ad un costo paragonabile a quello consentito da altre ECA (polizze assicurative, garanzie, finanziamenti diretti). La dilazione di pagamento viene concessa direttamente dall'impresa esportatrice, il finanziamento è costituito dallo smobilizzo di titoli e l'intervento agevolativo è quindi finalizzato a coprire la differenza tra il valore attuale dei titoli a tasso agevolato e il valore del credito scontato a un tasso ritenuto congruo dalla SIMEST⁴⁵.

L'agevolazione del credito acquirente consente a SIMEST, durante la copertura del finanziamento, di assicurare all'istituto finanziatore di coprire un'eventuale differenza tra il costo della raccolta a tasso variabile e il tasso fisso (CIRR) posto a carico del beneficiario del finanziamento⁴⁶. Qualora, alla scadenza delle rate del finanziamento, quest'ultimo tasso sia maggiore del costo della raccolta, l'istituto finanziatore corrisponde a SIMEST il differenziale o contributo negativo (da cui, il termine "stabilizzazione").

La durata del credito all'esportazione deve essere di almeno 24 mesi, mentre il suo limite massimo dipende da quelli che sono gli accordi internazionali in vigore, dalla tipologia di operazione e dalla nazione in cui ha sede la controparte. Il credito all'esportazione può inoltre coprire al massimo l'85% dell'importo della fornitura.

La richiesta di agevolazione deve essere presentata in forma scritta tramite appositi moduli dalla banca finanziatrice; può essere presentata dall'impresa esportatrice nel solo caso delle operazioni di credito fornitore con smobilizzo a tasso fisso sul mercato estero.

b) Finanziamenti agevolati per programmi di penetrazione commerciale

Con "penetrazione commerciale" si intende la messa in opera, da parte di un'impresa italiana, di un insediamento durevole, stabile e attivo in un Paese estero, attraverso la costituzione di uffici, filiali di vendita, magazzini ed aree espositive. L'articolo 2 della legge 394 del 1981 specifica inoltre che, affinché possa venire concesso un finanziamento agevolato con tali finalità, sia necessario che la penetrazione commerciale venga effettuata verso nazioni extra UE e che, dalla sua approvazione, il programma venga messo in atto nell'arco di due anni; è consentito inoltre sostenere con tale strumento interventi verso una sola area geoeconomica e mai verso più di due Paesi contemporaneamente. L'agevolazione in oggetto consiste nella possibilità di accedere ad un finanziamento a tasso agevolato a copertura delle

⁴⁵ Empiricamente si osserva come tale programma costituisca la principale fonte di finanziamento di macchinari e impianti, di valore inferiore ai 10 milioni di euro, con dilazioni di circa 5 anni effettuate soprattutto da medie imprese.

⁴⁶ Questo intervento di stabilizzazione del tasso viene normalmente utilizzato per finanziamenti di durata superiore ai 7 anni e di importo rilevante, aventi ad oggetto la transazione all'estero di infrastrutture ed impianti di grandi dimensioni. Proprio per tale motivo è usuale che tale strumento sia affiancato dall'intervento assicurativo condotto da SACE.

spese sostenute per effettuare tale espansione internazionale⁴⁷ o per potenziare una struttura già operante all'estero.

I finanziamenti vengono concessi a valere su un fondo rotativo e con un tasso pari al 40% del tasso di riferimento vigente alla data di stipula del contratto di finanziamento. Il finanziamento stesso non può durare più di 7 anni e devono essere presentate alcune garanzie affinché possa venire attivato il sostegno da parte di SIMEST. Sono ammissibili le seguenti tipologie di garanzie:

- Fideiussione bancaria o assicurativa, redatta secondo lo schema indicato da SIMEST;
- Fideiussione di Consorzi di Garanzia Collettiva Fidi (Confidi) convenzionati con SIMEST;
- Pegno su titoli;
- Garanzia integrativa e sussidiaria a valere su disponibilità costituite presso SIMEST, riservata alle PMI che ne facciano espressa richiesta nel modulo di domanda e che superino i criteri valutativi previsti nel modulo stesso.

Il finanziamento agevolato è concesso fino ad un limite massimo pari all'85% delle spese previste dal programma biennale di penetrazione commerciale. In ogni caso esso non può risultare superiore a 2065000 euro (3098000 euro nel caso di consorzi, società consortile o raggruppamento di PMI).

Rispetto al 2004, i programmi di penetrazione commerciale gestiti da SIMEST hanno visto un certo rallentamento sia nel numero che nella dimensione dei valori gestiti, passando da 181 a 120 finanziamenti e da 195 a 119,3 milioni di euro (Tabella 20). Tra le motivazioni principali alla base di tale flessione vi è innanzitutto il forte apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, che ha raggiunto il suo culmine nel 2005, limitando la convenienza di tali programmi verso settori merceologici a basso valore aggiunto. Il numero di operazioni gestite si è ridotto anche a causa dei criteri di valutazione: rispetto al passato infatti SIMEST tende a valutare con maggior rigore quei progetti che, nonostante risultino attraenti dal punto di vista commerciale, non sono sostenuti da adeguati parametri economico-finanziari.

Durante il 2005, questa tipologia di finanziamento a tasso agevolato è stata effettuata soprattutto verso i Paesi del Nord America e dell'Europa Centro-orientale (29% del totale per ciascuna area), nonostante quest'ultima zona geografica abbia registrato una minore dinamica⁴⁸ dopo l'entrata nell'UE di alcuni Paesi dell'est. Per quanto riguarda la dimensione delle imprese richiedenti, si conferma anche nel 2005 la netta prevalenza delle PMI a beneficiare di finanziamenti per programmi di penetrazione commerciale (85% circa contro l'83% del 2004).

La società che intende beneficiare del finanziamento legato ai programmi di penetrazione commerciale deve richiedere il sostegno direttamente a SIMEST, in forma scritta, su appositi moduli⁴⁹. Una volta in possesso della documentazione, SIMEST effettua l'istruttoria della richiesta, esaminando in particolare la validità tecnica, finanziaria ed economica del programma, anche in relazione alla solidità economica ed organizzativa della società richiedente. Il Ministero del Commercio Internazionale valuta invece le prospettive commerciali.

⁴⁷ Tali spese comprendono i costi relativi alla costituzione e al funzionamento all'estero di rappresentanze permanenti, studi di mercato, costi per la partecipazione a mostre o fiere, consulenza, spese per viaggi e formazione del personale, ...

⁴⁸ Nel 2004 tale area rappresentava il 39% del totale.

⁴⁹ Nel modulo, tra l'altro, dovranno essere indicati i bilanci degli ultimi tre anni, una descrizione sulle modalità e sull'importanza dell'insediamento durevole oggetto dell'operazione, le spese previste, ...

c) *Finanziamenti agevolati per partecipazione a gare internazionali*

In base a quanto stabilito dalla legge 304 del 1990, SIMEST offre alle imprese italiane la possibilità di usufruire di un finanziamento a tasso agevolato a copertura delle spese da sostenere per partecipare a gare internazionali⁵⁰. Questi finanziamenti sono concessi a valere sul medesimo Fondo rotativo utilizzato per i programmi di penetrazione commerciale e presentano infatti lo stesso tasso agevolato. Tale intervento può essere utilizzato da tutte le imprese italiane (piccole, medie e grandi) a patto che la gara internazionale sia rivolta a un'area esterna all'Unione Europea e comunque non sia stata indetta dall'UE stessa.

Il tasso agevolato è fisso ed è calcolato in misura pari al 40 per cento del tasso di riferimento vigente alla data di stipula del contratto. La durata massima del finanziamento è di 4 anni, dalla data della prima erogazione e le rate sono semestrali, posticipate, a quote costanti di capitale più gli interessi sul debito residuo.

Il finanziamento copre il 100% delle spese sostenute, ma esistono alcuni limiti sul valore che può essere finanziato:

- 1.032.000 euro per il beneficiario della gara;
- 2.582.000 euro per gara (nel caso di più concorrenti italiani per una stessa gara);
- 2.582.000 euro per anno per singolo beneficiario (nel caso una stessa impresa italiana partecipi a più gare internazionali in un anno);
- 5.164.000 euro per imprese appartenenti ad uno stesso gruppo.

Le tipologie di garanzia che l'impresa beneficiaria deve prestare sono le seguenti:

- Fideiussione bancaria o assicurativa, redatta secondo lo schema indicato da SIMEST;
- Fideiussione di Consorzi di Garanzia Collettivi Fidi (Confidi) convenzionati con SIMEST;
- Pegno su titoli.

Durante il 2005 sono stati accolti 5 finanziamenti di questo tipo, per un importo pari a 400.000 euro; tale risultato conferma un trend negativo nell'utilizzo di tale strumento, dal momento che, dal 2002 ad oggi, le operazioni e gli importi finanziati sono diminuiti costantemente, passando da 19 nel 2002, a 17 nel 2003 e a 14 nel 2004.

L'impresa italiana che intende beneficiare dell'intervento offerto da SIMEST deve presentare una richiesta scritta attraverso un apposito modulo. Il modulo elenca inoltre una serie di documenti che dovranno essere presentati al momento della richiesta stessa. Della documentazione necessaria fanno parte una copia del bando di gara (o dell'invito a partecipare alla gara o altro documento analogo), l'illustrazione del funzionamento della gara, un preventivo analitico che indichi le spese da sostenere, le garanzie che dovranno essere prestate e una presentazione dell'impresa stessa, che comprenda tra l'altro i bilanci degli ultimi tre esercizi. Una volta in possesso di tale documentazione, SIMEST svolge l'istruttoria, valutando la validità economico-commerciale della gara, la situazione economico-finanziaria dell'impresa richiedente e la finanziabilità delle spese da sostenere.

⁵⁰ Le spese finanziabili comprendono tutte le spese per l'elaborazione, la presentazione e la discussione dell'offerta e devono essere indicate dettagliatamente in un preventivo.

d) Finanziamenti agevolati per studi di prefattibilità e fattibilità e programmi di assistenza tecnica

Il comma 5 dell'articolo 22 del Decreto Legislativo 143 del 1998 prevede la concessione di finanziamenti a tasso agevolato per la realizzazione di studi di prefattibilità, di fattibilità e di programmi di assistenza tecnica, connessi all'aggiudicazione di commesse, il cui corrispettivo consista in proventi derivanti dalla gestione dell'opera realizzata oppure collegati a esportazioni/investimenti italiani all'estero nel caso degli studi di prefattibilità e fattibilità, o, nel caso dei programmi di assistenza tecnica, collegati esclusivamente a esportazioni o investimenti italiani all'estero. In ogni caso i Paesi oggetto dell'operazione devono essere costituiti da nazioni extra-UE.

Il finanziamento può coprire fino al 100% delle le spese sostenute⁵¹ ed è concesso a valere sullo stesso Fondo rotativo di cui alla legge 394/81. Il tasso agevolato è fisso per tutta la durata del finanziamento ed è pari al 25% del tasso di riferimento vigente alla data di stipula del contratto di finanziamento. La durata del finanziamento è pari a 3 anni e 6 mesi dalla data di stipula del contratto per gli studi di prefattibilità e fattibilità. La durata massima risulta invece di 4 anni dalla stipula del contratto nel caso dei programmi di assistenza tecnica.

L'ammontare del finanziamento è pari a:

- 50% delle spese indicate dal preventivo (con un limite quantitativo di 361.000 euro) nel caso di studi di prefattibilità e fattibilità connessi all'aggiudicazione di commesse grazie alle quali l'opera verrà gestita;
- 100% delle spese indicate nel preventivo (con un limite quantitativo di 361.000 euro) nel caso di studi di prefattibilità e fattibilità connessi a esportazioni o a investimenti italiani all'estero;
- 100% delle spese indicate nel preventivo (con un limite quantitativo di 516.000 euro) nel caso di programmi di assistenza tecnica connessi a esportazioni o a investimenti italiani all'estero.

Anche per beneficiare di tali servizi, le garanzie ammissibili sono le seguenti:

- Fideiussione bancaria o assicurativa, redatta secondo lo schema indicato da SIMEST;
- Fideiussione di Consorzi di Garanzia Collettivi Fidi (Confidi) convenzionati con SIMEST;
- Pegno su titoli.

Le garanzie rilasciate da PMI, loro consorzi o associazioni devono coprire il 50% del finanziamento erogato, quelle rilasciate dalle grandi imprese devono invece coprirne il 100%.

La Tabella 20 permette di osservare come, nel corso del 2005, siano state approvate 59 operazioni di questo genere (46 studi e 13 programmi di assistenza tecnica), per un sostegno finanziario pari a 14,1 milioni di euro (9,5 milioni relativi agli studi e 4,6 milioni relativi all'assistenza tecnica). Così come per gli altri strumenti agevolativi concessi da SIMEST, tale risultato evidenzia una riduzione rispetto al 2004, quando i finanziamenti concessi erano stati 101 e l'importo pari a 23,7 milioni di euro (la diminuzione riguarda quasi esclusivamente gli studi di fattibilità). Più che un passo indietro, tale situazione identi-

⁵¹ Le spese sostenute devono essere indicate in un preventivo e possono costituire: a) nel caso degli studi di fattibilità, salari, viaggi, studi di supporto, test e altre spese di natura tecnica collegate allo studio da effettuare; b) nel caso dei programmi di assistenza tecnica, vengono comprese le spese connesse all'installazione e alla messa in opera di macchinari o impianti, nonché quelle derivanti dall'attività di addestramento, formazione, viaggi e soggiorni nel Paese di destinazione del programma.

ca un maggiore rigore da parte di SIMEST nel valutare e approvare le proposte che le vengono presentate: rispetto al 2004 infatti la Società ha variato i propri metodi di giudizio, utilizzando parametri economici e finanziari più rigorosi. Il 2005 ha visto prevalere gli interventi a favore di nazioni dell'Europa centro-orientale e della Comunità degli Stati Indipendenti (55%) seguite da quelle dell'area asiatica (25%); decisamente meno rilevanti sono invece i finanziamenti agevolati concessi a favore delle altre aree (tutte comprese fra il 2 e il 7 per cento).

L'impresa italiana interessata a beneficiare di questo strumento finanziario deve presentare domanda scritta alla SIMEST attraverso la compilazione di appositi moduli e trasmettendo una serie di documenti. La documentazione necessaria comprende i bilanci degli ultimi tre esercizi, un preventivo indicante le spese che plausibilmente verranno sostenute, una relazione che illustri l'operazione ad oggetto e le informazioni relative ad eventuali soggetti esterni ai quali sarà delegata l'effettuazione dello studio o del programma. Così come per le precedenti tipologie di agevolazione, SIMEST effettuerà quindi l'istruttoria valutando la situazione economico-finanziaria dell'impresa richiedente e la validità tecnica ed economica del programma oggetto del finanziamento agevolato.

Oltre all'attività di finanziamento, SIMEST svolge anche un'attività dedicata ai **servizi di promozione**, rivolta principalmente al rafforzamento della conoscenza delle attività aziendali da parte delle imprese e all'ampliamento della rete dei rapporti istituzionali, funzionali al potenziamento della capacità competitiva internazionale del sistema Paese.

Le attività di carattere promozionale vengono attuate in maniera specifica da caso a caso e tendono a variare di anno in anno. Se quindi il 2004 era stato caratterizzato da un'intensa promozione dei fondi di Venture Capital e dall'istituzione di seminari internazionali in collaborazione con ICE e SACE, il 2005 ha visto porre l'attenzione sulla realizzazione di molte missioni imprenditoriali che hanno coinvolto i principali rappresentanti del sistema industriale e finanziario. Esempi di interventi promozionali di questo genere nel corso dell'ultimo anno sono stati:

- Il Forum di cooperazione Italia a Santiago del Cile, al fine di sviluppare le relazioni future fra Italia e Cile;
- Il Business Forum "India and Italy" a New Delhi, finalizzato a facilitare le collaborazioni future tra imprenditori italiani ed indiani;
- Il Business Matching Meeting italo-egiziano a Il Cairo;
- La 9th China International Fair for Investment and Trade (CIFIT) a Xiamen, grazie al quale sono stati rafforzati i rapporti con le autorità economiche cinesi;
- Incontri italo-ungheresi a Budapest, con l'obiettivo di mettere in atto nuove collaborazioni bilaterali;
- Incontri imprenditoriali italo-turchi a Istanbul ed Ankara, svolto all'interno di un progetto di Confindustria per la realizzazione di un'analisi delle opportunità di investimento offerte dal programma di privatizzazione del Governo turco.

SIMEST ha inoltre assicurato la propria presenza qualificata in missioni svolte dall'allora Ministero delle Attività Produttive in Algeria, Cina, Egitto, Francia e Russia.

Contemporaneamente a tutto ciò è continuata la promozione delle attività legate ai Findi di Venture Capital, attraverso la realizzazione di iniziative sia di tipo comunicazionale sulla stampa economica che di specifici eventi.

Anche attraverso nuovi accordi stipulati nel 2005, SIMEST ha iniziato a promuovere molto più che in passato l'area africana. All'interno di tale tendenza si inseriscono tutte quelle iniziative finalizzate a legare oggi e nei prossimi anni, il Fondo Mediterraneo alle nazioni africane.

Oltre alle già citate, durante il 2005, SIMEST ha svolto una lunga serie di ulteriori promozioni che è possibile consultare direttamente sul sito (www.simest.it) nell'apposita area dedicata alle promozioni sostenute.

Prevista dalla legge 100/90, SIMEST svolge (soprattutto a favore di PMI) anche **servizi di consulenza** per tutte le fasi relative alla progettazione, al montaggio e al sostegno di iniziative di investimento all'estero. Tale attività è da considerarsi strumentale e sussidiaria rispetto alla missione finanziaria caratteristica della Società.

In linea di massima è possibile identificare tre tipologie di servizi professionali attuati da SIMEST:

- Attività di business scouting;
- Attività di financial advisor;
- Ricerca di partners esteri.

Attraverso l'attività di *business scouting*, SIMEST effettua monitoraggi sistematici di alcuni Paesi, allo scopo di individuare opportunità locali di investimento per le imprese italiane. Attraverso tale servizio, la Società facilita l'individuazione e la partecipazione ad iniziative come programmi di privatizzazione o progetti green field da parte delle PMI intenzionate ad investire all'estero. Sempre all'interno di questa tipologia di servizi, SIMEST accetta anche specifici incarichi da parte delle imprese italiane al fine di ricercare aziende estere con cui intraprendere una collaborazione o per ricercare eventuali soci internazionali.

SIMEST fornisce inoltre servizi qualificati riguardanti gli aspetti economici, finanziari, legali o legati alle trattative con soggetti esteri, nonché facilita il reperimento di idonee coperture finanziarie dei progetti, attraverso fonti italiane, locali ed internazionali. Nello svolgimento delle attività di consulenza, SIMEST mette a disposizione inoltre la possibilità di collaborare con le maggiori istituzioni finanziarie internazionali e regionali (BERS, BEI, ...), con le banche locali operanti nelle nazioni di riferimento e con le agenzie nazionali per la promozione degli investimenti all'estero.

Una volta che l'impresa ha comunicato a SIMEST l'interesse ad essere coinvolta nell'attività di business scouting, la Società Italiana per le Imprese all'Estero segnala autonomamente alle aziende italiane le occasioni di investimento individuate, senza oneri per le aziende interessate. Risultano invece a carico delle imprese stesse eventuali analisi più approfondite aventi ad oggetto le opportunità proposte, nonché tutti i servizi specialistici richiesti per l'avvio di progetti, il tutto sulla base di una remunerazione in linea con le tariffe standard internazionali⁵².

L'attività di business scouting viene effettuata verso tutti i Paesi, con l'esclusione di quelli appartenenti all'Unione Europea; nel corso del 2005 tale attività si è rivolta principalmente a nazioni quali Cina, Brasile, Turchia, Egitto, Ucraina, Serbia e Montenegro, territori Palestinesi, Israele, Quasar, Arabia Saudita, Kuwait, Libia, Emirati Arabi, Libano, Senegal e Argentina.

Altro servizio tipico della consulenza effettuata da SIMEST riguarda l'*attività di financial advisor*, a favore di PMI italiane. Tali servizi sono volti a sostenere l'elaborazione di idee-progetto e la preparazione di iniziative di internazionalizzazione che plausibilmente verranno successivamente coinvolte nell'attività finanziaria svolta da SIMEST.

⁵² Le analisi e gli approfondimenti a pagamento possono ad esempio riguardare sopralluoghi per un esame approfondito delle iniziative individuate, la predisposizione di supplementi di informazioni e di company profile, la predisposizione di business plan, ...

Particolare attenzione viene posta nell'assistenza tecnica per l'acquisizione di aziende in privatizzazione, nel montaggio di Joint Ventures ed iniziative di investimenti diretti, nell'assistenza nei rapporti con i soci locali, nelle analisi economico-finanziarie e nella valutazione della redditività dei progetti di investimento e nel reperimento sul mercato locale o internazionale di idonee coperture finanziarie. Anche in questa tipologia di servizi SIMEST collabora con i principali soggetti finanziari nazionali ed esteri, nonché con organismi italiani operanti in settori complementari a quelli oggetto del servizio.

All'interno dei servizi professionali di SIMEST un certo rilievo deve essere attribuito alla consulenza finalizzata alla *ricerca di partners esteri*. Lo scopo in questo caso è quello di individuare e valutare opportunità di investimento all'estero, contattando e creando un legame direttamente con aziende estere disposte a partecipare a progetti di partenariato con società italiane. I servizi garantiti concernono quindi l'individuazione di idonei soci locali per conto di imprese italiane aventi caratteristiche adatte in termini di know-how, tecnologie, prodotti, managerialità e risorse finanziarie.

2.6 SACE (Servizi Assicurativi del Commercio Estero)

2.6.1 Dimensione Istituzionale

SACE, Servizi Assicurativi del Commercio Estero, è una Società per Azioni, il cui capitale è interamente detenuto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (rappresenta la seconda partecipazione del Ministero in termini di valore di capitale – 7,8 miliardi di euro). SACE offre assicurazione del credito, protezione degli investimenti e garanzie contrattuali a favore dell'internazionalizzazione delle imprese italiane offrendo loro la possibilità di coprirsi dai rischi, di carattere politico e commerciale a cui sono esposte nelle loro operazioni commerciali e di investimento all'estero. Il fine ultimo è quello di permettere agli imprenditori italiani di intervenire e di essere più competitivi anche sui mercati considerati maggiormente rischiosi.

SACE supporta direttamente operazioni a MLT (con dilazioni di pagamento uguali o superiori a 24 mesi) a prescindere dal paese estero di destinazione, mentre per le operazioni a Breve Termine interviene a favore di quelle destinate a paesi non-OCSE e fuori dalla UE. Le operazioni assicurate da SACE sono garantite dal Governo Italiano. La legge di bilancio dello Stato italiano stabilisce specifici limiti riguardanti gli impegni che possono essere assunti. In particolare per gli impegni a medio-lungo termine (durata superiore ai 24 mesi) viene predisposto un plafond annuale, mentre per gli impegni di durata inferiore ai 24 mesi viene utilizzato un plafond rotativo. Per quel che riguarda il 2006, il plafond annuale relativo alle garanzie di lunga durata è stato indicato in misura pari a 10.000 milioni di euro, mentre il plafond rotativo relativo alle garanzie di breve durata ammonta a 5.000 milioni di euro⁵³.

Le direttive relative alla politica assicurativa di SACE, vengono disciplinate dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE⁵⁴), dall'Unione Europea e dall'Unione di Berna.

Nel 2004 SACE, è stata trasformata da Istituto Pubblico in Società per Azioni. Il nuovo modello di business - sempre più orientato alle esigenze delle imprese - ha ulteriormente accentuato il focus sulle PMI e sul loro processo di espansione all'estero. Il nuovo assetto societario e il seguente processo di trasformazione ha portato SACE ad essere riconosciuta come uno dei protagonisti del processo di internazionalizzazione dell'economia italiana: grazie a un'offerta di servizi ampia e completa, che va dai prodotti tradizionali di copertura assicurativa alle garanzie sui finanziamenti, fino a strumenti finanziari più sofisticati.

SACE SpA controlla al 100% SACE BT, società che assicura i crediti a Breve Termine sul mercato italiano ed estero. SACE BT, a sua volta, detiene il 70% di Assicuratrice Edile (Assedile), compagnia assicurativa specializzata nel ramo cauzione e nei rischi della costruzione. Le tre società operano sul mercato in una logica di Gruppo attraverso un approccio sinergico ed integrato. SACE BT opera esclusivamente nel settore del breve periodo indifferentemente verso i paesi OCSE e non - OCSE. Tuttavia per le operazioni relative a quest'ultimo gruppo è stato attivato un accordo di riassicu-

⁵³ Dati pubblicati sulla GU n. 21 del 26 gennaio 2006.

⁵⁴ Fanno parte dell'OCSE i seguenti Paesi: Australia, Austria, Belgio, Canada, Corea, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Giappone, Grecia, Irlanda, Islanda, Italia, Lussemburgo, Messico, Nuova Zelanda, Norvegia, Olanda, Polonia, Portogallo, Regno Unito, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca, Spagna, Stati Uniti, Svezia, Svizzera, Turchia, Ungheria.

razione con SACE. Il Gruppo SACE svolge la propria attività attraverso una rete multicanale, costituita sia da canali diretti sia indiretti, con uffici presenti in Italia ed all'estero. Allo scopo di essere maggiormente vicino al cliente è stato rafforzato il portale on-line, che rappresenta un tramite importante ed agile che aiuta a comprendere in tempo reale le esigenze delle imprese.

Gli interventi effettuati da SACE a favore delle PMI che operano a livello internazionale, sono volti a sostenere l'imprenditore italiano in tutte le fasi del ciclo dell'esportazione. In un primo momento possono venire offerti servizi di consulenza per lo sviluppo di nuove opportunità di business e, successivamente, SACE può sostenere l'impresa esportatrice nell'accesso a fonti di finanziamento, assicurando le banche finanziatrici.

Durante l'approntamento della fornitura di grandi impianti e macchinari, la Società può assicurare l'esportatore dal rischio di produzione qualora il committente dovesse rescindere il contratto di fornitura per eventi di natura politica o per decisione unilaterale; in tal modo l'esportatore italiano potrebbe recuperare i costi sostenuti fino a quel momento. SACE interviene anche successivamente alla fase di fornitura, assicurando il rischio del credito. Durante il rimborso, un esportatore italiano è soggetto al rischio di mancato pagamento di quanto dovuto a causa di eventi di natura commerciale o politica.

Al fine di instaurare un rapporto più profondo con le realtà imprenditoriali di settore, SACE ha consolidato un rapporto con le Associazioni di Categoria, che rappresentano un interlocutore diretto delle PMI italiane. SACE ha inoltre partecipato a una serie di iniziative, organizzate da Confindustria, denominate *Road Show*, con lo scopo di porre maggiore attenzione e sostegno degli strumenti di mitigazione del rischio legato all'internazionalizzazione e del commercio internazionale in generale.

2.6.2 Prodotti offerti

Nell'ambito delle operazioni di esportazione di merci e/o prestazione di servizi, sono assicurabili da SACE, contro il verificarsi di eventi generatori di sinistro di natura politica e/o commerciale, i rischi della produzione e del credito (più altri rischi accessori) relativi ai contratti internazionali delle aziende italiane assicurate.

Sono, inoltre, assicurabili i finanziamenti a medio e lungo termine e le emissioni di conferme di crediti documentari concessi da banche italiane o estere, nonché le linee di credito di firma e di cassa utilizzabili per l'emissione di garanzie contrattuali e per il finanziamento delle commesse e/o dei progetti di investimento e di internazionalizzazione. SACE inoltre offre la possibilità alle imprese italiane che detengono o che intendono investire in partecipazioni dirette o indirette (tramite sub-holding estere) in società all'estero di assicurare i rischi di perdita dell'investimento contro il verificarsi di eventi politici.

Il modello assicurativo di SACE prevede differenti categorie di prodotti/servizi che vanno dai prodotti più classici dell'offerta della ECA, ovvero quelli ad alta standardizzazione, che comprendono le forme tradizionali di assicurazione a beneficio delle banche e delle imprese coinvolte in attività di esportazione, a quelli di tipo *tailor made* collegati a specifiche esigenze, progetti e/o iniziative commerciali e industriali delle aziende clienti.

Esiste inoltre una linea di servizi di consulenza offerti con la finalità di sostenere le imprese italiane nel penetrare i mercati esteri più complessi, dove la realizzazione di un progetto di investimento richiede un supporto altamente professionale nella selezione, nella valutazione e nella strutturazione dell'iniziativa.

È possibile suddividere i prodotti offerti da SACE anche in base al soggetto al quale sono indirizzati i benefici e alla particolare esigenza dello stesso. Sulla base di tale classificazione, sono identificabili nel Gruppo SACE sei linee di business (v. Fig. 13) quali:

- prodotti per le banche che finanziano l'internazionalizzazione delle imprese italiane;
- prodotti a sostegno delle grandi imprese italiane (GI con un fatturato superiore ai 50 milioni di euro e più di 250 dipendenti);
- prodotti a sostegno delle PMI italiane;
- prodotti globali di garanzia;
- prodotti a sostegno di imprese italiane che operano nei mercati a breve termine (SACE BT);
- prodotti a sostegno di imprese italiane operanti, specialmente ma non limitatamente, nel settore dei lavori, delle costruzioni e manifatturiero (ASSEDILE).

Si osservi come tutte queste tipologie di strumenti vengano offerte dal Gruppo in ottemperanza alle disposizioni normative dell'OCSE, dell'Unione Europea e dello Stato Italiano che, come ricordato in precedenza, limitano l'intervento delle ECAs e dalle compagnie di assicurazione private ad operazioni dirette verso paesi OCSE 1 e dell'Unione Europea⁵⁵, regolate nel medio-lungo termine (dilazioni con durata superiore ai 24 mesi).

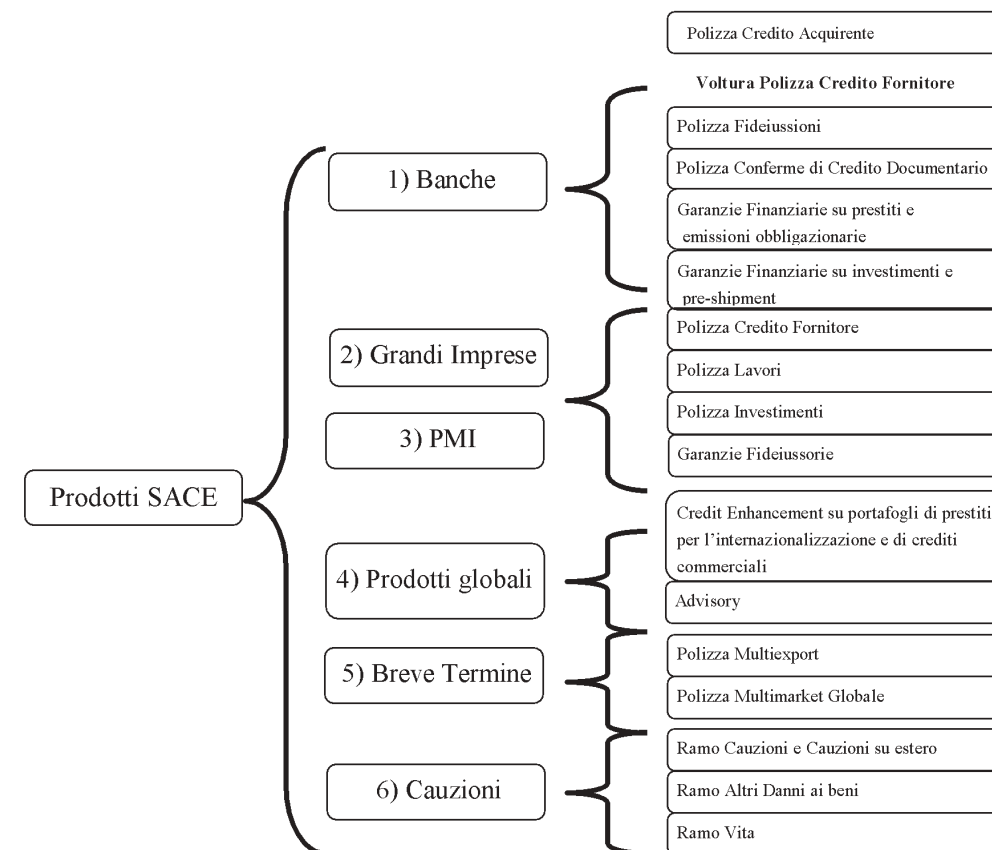


Figura 11. Linee di business SACE e relativi prodotti
Fonte: elaborazione personale

1) I prodotti **bancari** della società sono finalizzati alla garanzia parziale o totale dei finanziamenti destinati al pagamento di esportazioni italiane o attività ad esse collegate. SACE garantisce i finanziamenti erogati dalle banche ad acquirenti o banche esteri, favorendo i rapporti tra il sistema bancario internazionale e l'industria italiana. Esistono cinque tipologie di prodotti bancari:

- polizza credito acquirente;
- polizza fideiussioni;
- polizza conferme di credito documentario;
- garanzie finanziarie su prestiti o emissioni obbligazionarie;
- garanzie finanziarie su investimenti e pre-shipment.

Con la *polizza credito acquirente* un'impresa italiana esportatrice può ottenere il pagamento contro documenti dei propri prodotti/servizi esportati grazie ad un finanziamento effettuato da una banca a vantaggio della società estera acquirente o della banca estera. In tale modo viene coperto il rischio che l'ac-

⁵⁵ Per quanto riguarda il credit enhancement non sussiste tale distinzione e tale prodotto viene garantito a sostegno di operazioni indirizzate verso qualsiasi paese estero.

quirente estero non rimborsi il finanziamento concesso dalla banca nei termini convenuti, consentendo all'esportatore italiano di essere pagato a vista o a stato avanzamento lavori, in linea con gli accordi presi contrattualmente. L'intervento di SACE risulta fondamentale dal momento che tale finanziamento viene approvato solo in presenza di garanzia data da SACE stessa ed avente come oggetto i crediti concessi (che possono essere di breve, medio o lungo termine). Tale strumento è quindi rivolto agli istituti di credito italiani ed esteri interessati ad assicurare crediti, concessi a stati esteri, banche o imprese private estere e destinati al pagamento di esportazioni, prestazioni di servizi, studi e lavori eseguiti oltre confine dalle imprese italiane. In tal modo non solo l'azienda italiana ottiene subito il pagamento delle merci e dei servizi esportati ma il soggetto straniero può ottenere condizioni di pagamento, magari anche dilazionate, più favorevoli rispetto alle forme di finanziamento tradizionali. SACE copre i rischi del credito per eventi di natura politica e commerciale entro una soglia massima pari al 100% dell'ammontare del finanziamento.

Nell'eseguire lavori e commesse all'estero, nell'esportare merci, servizi e capitali, le aziende devono spesso ricorrere ad istituti bancari o a compagnie assicurative per rilasciare fideiussioni a beneficio del committente estero. Tramite la *polizza fideiussioni* SACE controgarantisce i bond emessi per conto dell'esportatore, senza intaccare linee di credito e di affidamento complessivamente disponibili per le imprese italiane presso il sistema bancario ed assicurativo. In questo modo SACE condivide il rischio con banche o assicurazioni, liberando così risorse finanziarie a diretto vantaggio delle aziende italiane e della loro crescita all'estero. SACE arriva ad assicurare il rischio di inadempimento dell'esportatore, coprendo fino al 70% dell'ammontare di ciascuna fideiussione emessa.

Gli istituti italiani ed esteri interessati ad assicurare le conferme di apertura di crediti documentari emessi da una banca estera (residente in un paese diverso da quello della banca confermante), legate a esportazioni italiane o ad attività ad esse collegate possono usufruire, grazie a SACE, di uno strumento assicurativo chiamato *polizza conferme di credito documentario*. Tale prodotto si suddivide a sua volta in quattro sottoprodotti in base alla tipologia di operazioni che è necessario assicurare: POLIZZA CONFERME DI CREDITO DOCUMENTARIO, per singole operazioni di conferma di credito documentario, POLIZZA CREDOC ON-LINE, che riguarda sempre singole operazioni ma eseguite on-line, LINEA DI CREDITO INTERNA, per più operazioni con più banche già valutate e approvate da SACE e localizzate in un solo Paese, e infine CONVENZIONE QUADRO⁵⁶, sempre per più operazioni con più banche già valutate e approvate da SACE ma localizzate in più di una nazione. I periodi di rimborso delle conferme di apertura crediti possono arrivare fino a un massimo di 5 anni, ma normalmente sono inferiori ai 24 mesi. Con il credoc on-line, SACE permette alle banche di ottenere la copertura sulle conferme di crediti documentari in tempo reale, evitando la fase istruttoria della pratica, e offre inoltre condizioni vantaggiose rispetto alla tradizionale polizza per il credito documentario. SACE tende ad offrire una copertura degli eventi di natura politica e commerciale pari al 95% dell'ammontare del credito documentario (solo per gli eventi di natura commerciale la soglia si può ridurre al 50% nel caso in cui la banca non è presente nell'elenco di SACE disponibile on-line).

Attraverso le *garanzie finanziarie su prestiti o emissioni obbligazionarie*, SACE copre le emissioni di titoli obbligazionari di soggetti italiani o esteri e il finanziamento degli istituti bancari, che risultino esse-

⁵⁶ Alcune delle banche che sono ricorse a tale strumento sono ad esempio Banca Intesa, Monte dei Paschi di Siena, Capitalia, BNL, Sanpaolo IMI, Efibanca, Unicredit, Fortis Bank, Deutsche Bank, Banca Popolare di Vicenza, Efibanca.

re strumentali o connesse al processo di internazionalizzazione delle imprese italiane. Altro strumento di copertura è invece costituito dalle *garanzie finanziarie su investimenti*. In questo caso SACE copre i finanziamenti concessi da banche nazionali o estere ad imprese italiane che stiano svolgendo operazioni di investimento strumentali o connesse al processo di internazionalizzazione aziendale. La differenza rispetto al precedente strumento è quindi data solamente dall'oggetto stesso della garanzia, in un caso prestiti ed emissioni obbligazionarie, nell'altro caso investimenti.

Spesso le imprese italiane, per intraprendere attività legate all'export o progetti all'estero, hanno la necessità di recuperare fonti di finanziamento adeguate e di dimensioni tali che difficilmente sarebbero ottenibili da una banca. Proprio a tale scopo, SACE ha introdotto le *garanzie pre-shipment*, con le quali vengono garantiti i finanziamenti concessi dal sistema bancario, assicurando la banca stessa dal rischio di mancato rimborso del prestito erogato. Tale garanzia consente pertanto alla banca garantita di condividere il rischio con SACE e di liberare risorse finanziarie per ulteriori impieghi, a diretto beneficio delle aziende italiane e del loro sviluppo internazionale. Tale strumento si rivolge alle imprese italiane, o alle loro partecipate estere, interessate a garantire finanziamenti (concessi da banche) per il capitale circolante o i beni strumentali necessari per l'esecuzione di prestazioni o ancora per svolgere attività preliminari e strumentali alla fornitura di beni e servizi nei Paesi OCSE o nell'UE per quanto concerne le operazioni a medio-lungo termine, in tutti i Paesi per quelle di breve termine. Solitamente la società, ricorrendo a questa garanzia, copre fino al 70% dell'ammontare del finanziamento e assicura il rischio di credito per eventi di natura commerciale.

2) SACE garantisce le imprese dal rischio di mancato pagamento da parte dei propri clienti per ragioni sia commerciali sia legate ad eventi di natura politica. Analizzando i prodotti offerti da SACE a beneficio delle **aziende** si osserva come la stessa tenda a distinguere il fatto che l'impresa richiedente sia un'azienda con più di 250 dipendenti e con un fatturato superiore a 50 milioni di euro rispetto al fatto che la stessa sia una piccola o media impresa. Le tipologie di servizi offerti sono in entrambi i casi gli stessi; le uniche differenze fanno riferimento al fatto che SACE supporta le PMI con soluzioni meno costose, più standardizzate e quindi più agili da utilizzare. I servizi offerti nella cosiddetta "linea aziende" comprendono quattro categorie:

- la polizza credito fornitore;
- la polizza lavori;
- la polizza investimenti;
- le garanzie fideiussorie.

Un'impresa italiana operante all'estero potrebbe ricorrere alla *polizza credito fornitore* nel momento in cui avesse la necessità di coprirsi dal rischio di produzione (rimborso dei costi sostenuti per l'esecuzione dell'attività in caso di sospensione della stessa o in caso di mancato ritiro delle merci da parte dell'acquirente estero), di credito (garanzia per la mancata riscossione dei pagamenti previsti contrattualmente a causa di eventi di natura politica o commerciale), di escussione di fideiussioni (garanzia per l'escussione indebita da parte dell'acquirente di fideiussioni a prima richiesta che l'esportatore è tenuto a prestare per la partecipazione a gare o appalti o altri doveri contrattuali), di mancata restituzione di cauzioni, depositi o anticipazioni (garanzia per la mancata restituzione delle somme versate per dovere contrattuale) o infine per coprirsi dal rischio di distruzione o confisca, generati da eventi di natura politica o commerciale. SACE consente inoltre di scontare a tassi convenienti (presso banche o intermediari finanziari) il credito vantato in forma pro soluto (si ha quindi un'immediata monetizzazione

dei crediti su base pro soluto), volturando al contempo la polizza SACE ("credito fornitore con voltura"). Grazie a questi servizi è possibile coprirsi dai rischi relativi a singole transazioni verso l'estero e monetizzare immediatamente i crediti posseduti. La polizza credito fornitore può coprire fino al 100% dell'importo ammesso all'assicurazione.

A supporto dell'esportatore è stato implementato un nuovo strumento, denominato Export plus, ovvero un servizio on-line, il che standardizza molto le procedure di utilizzo, attraverso la verifica in breve tempo dell'affidabilità delle controparti (per controparti bancarie l'analisi può avvenire addirittura in tempo reale). In questo modo è possibile ottenere informazioni sulla fattibilità e sulla stima dei costi che le aziende dovrebbero sostenere nello svolgere un determinato progetto. Il risultato è rappresentato da un parere preliminare che in futuro potrà essere convertito in polizza assicurativa assimilabile a una polizza credito fornitore (il tutto sempre on-line). La parte relativa ai pareri preliminari è già disponibile (previo accreditamento), mentre la possibilità di sottoscrivere una polizza on line sarà possibile solo a partire dalla fine del 2006.

Se invece la ditta italiana, che svolge all'estero attività di costruzione o di impiantistica e che prevede un pagamento a stato avanzamento lavori ("SAL") ovvero a *milestones*, volesse coprirsi dal rischio di produzione, di credito o da rischi accessori (quali l'indebita escussione di fideiussioni o il rischio di requisizione/confisca e di distruzione dei beni esportati temporaneamente per l'esecuzione delle opere), potrebbe ritenere vantaggioso richiedere una *polizza lavori*. Con questo strumento SACE offre la possibilità di definire un massimale unico (per i rischi di produzione e del credito) determinato direttamente dall'impresa sulla base di un'autonoma valutazione della curva di rischio (cash flow di commessa). SACE quindi offre un prodotto "su misura" per supportare l'assicurato durante l'intero periodo di realizzazione dell'opera, coprendolo da tutti i rischi legati all'esecuzione di un'opera all'estero. SACE copre fino al 100% dell'importo ammesso all'assicurazione per la copertura abbinata dei rischi di produzione e credito e fino al 95% per quelli accessori.

Altro strumento di finanza agevolata messo a punto da SACE è la *polizza investimenti*, con cui la Società offre coperture assicurative contro il rischio di ordine politico connesso agli investimenti all'estero. Con questo servizio è possibile assicurare operazioni aventi come oggetto apporti di capitali, beni strumentali, tecnologie, licenze, brevetti, servizi di progettazione, servizi di assistenza, servizi di commercializzazione, finanziamenti con carattere di partecipazione e garanzie sui finanziamenti con carattere partecipativo. SACE consente in questo modo di sostenere l'investimento nel corso dell'intera sua realizzazione. La polizza investimenti facilita inoltre il finanziamento dell'investimento anche attraverso la cessione dei diritti di polizza ad una controparte bancaria. Altro vantaggio offerto dalla società è quello di consentire di scegliere i rischi politici da cui coprirsi così da ridurre il costo assicurativo. SACE offre i propri servizi anche a società con sede all'estero, a patto però che siano controllate da imprese italiane. Con riferimento alle operazioni assicurabili appena citate, la Società copre rischi quali le perdite del capitale investito all'estero di natura patrimoniale o l'impossibilità di proseguire l'attività, perdite che fanno riferimento a mancati ricavi che sarebbero spettanti contrattualmente all'impresa italiana, perdite dovute a restrizioni valutarie, perdite dovute ad eventi esterni e difficilmente prevedibili (cause di forza maggiore,...) e perdite dovute ad espropriazioni e altri atti d'imperio. La polizza investimenti permette l'assicurazione del 95% del valore dell'apporto più il 250% del valore stesso (utili derivanti dall'investimento) nel caso degli investimenti costituiti da apporti di capitale; nel caso invece dei finanziamenti partecipativi, la polizza copre l'intero capitale più un tetto massimo del 100% a titolo di interessi. La percentuale di copertura massima sui valori soggetti ad assicurazione rimane sempre del 95%

e la polizza può essere costituita per periodi che vanno dai 3 ai 15 anni. L'ultimo prodotto di SACE a favore delle imprese italiane è costituito dalle *garanzie fideiussorie*, ovvero fideiussioni emesse da SACE stessa o da corrispondenti esteri che garantiscono l'adempimento degli obblighi contrattuali assunti dagli esportatori nell'ambito di una relazione commerciale con l'estero.

3) Con l'obiettivo di rafforzare il supporto alle Piccole e Medie Imprese, SACE ha sviluppato servizi e prodotti altamente standardizzati. Come già accennato in precedenza, i **prodotti** indirizzati alle **PMI** sono gli stessi di quelli offerti alle grandi imprese (punto 2), ma sono caratterizzati da procedure semplificate, costi ridotti o nulli, valutazioni di rischio più rapide, polizze più agili ed accessibili on line. In questa direzione, SACE ha creato a sostegno di queste una serie di strumenti particolarmente semplici da usare e da attivare. Inoltre SACE ha stipulato con alcuni gruppi bancari degli accordi quadro finalizzati al sostegno delle PMI per operazioni dal valore inferiore ai 250 mila euro e con dilazioni di pagamento fino a 36 mesi. In questo modo le aziende più piccole vengono sostenute direttamente dalle banche attraverso lo sconto pro-soluto degli effetti del credito.

4) Oltre alle tipologie tradizionali di strumenti assicurativi offerti da SACE, esistono dei **prodotti** c.d. "**globali**", che facilitano l'accesso delle imprese al credito bancario e al mercato dei capitali. Questi rappresentano le nuove aree operative di SACE:

- Credit enhancement su portafogli di prestiti per l'internazionalizzazione o su portafogli di crediti commerciali;
- Advisory.

Con il *credit enhancement*, SACE propone un nuovo prodotto di garanzia caratterizzato da un alto contenuto finanziario, per il quale l'attività sottostante sostenuta è comunque riconducibile al processo di internazionalizzazione delle imprese beneficiarie, come ad esempio un aumento della competitività del prodotto o dell'impresa all'estero. Solitamente tale strumento viene utilizzato per il 50% + 1 a vantaggio di PMI mentre, per la restante parte, è utilizzata a beneficio di imprese italiane con un fatturato superiore a 250 milioni di euro. Il credit enhancement può essere attivato su portafogli di prestiti emessi dal sistema bancario e destinati all'internazionalizzazione delle imprese o su portafogli di crediti commerciali. Nel primo caso SACE garantisce prestiti accordati dalle banche ad imprese italiane (o loro controllate o collegate) al fine di sostenere l'internazionalizzazione delle stesse. La copertura massima offerta è pari all'80% del finanziamento. Nel caso dei crediti commerciali è possibile assicurare, nella misura massima del 100%, portafogli di crediti commerciali vantati da aziende italiane nei confronti di clienti residenti all'estero. SACE garantisce operazioni di smobilizzo di portafogli di crediti commerciali collegati al processo di internazionalizzazione aziendale.

Con l'Advisory SACE offre alle imprese italiane, e alle loro controllate estere, servizi di consulenza finalizzati ad individuare opportunità di crescita all'estero, sostenendole in tutte le fasi della transazione commerciale con le loro controparti estere. In aggiunta a tale attività, SACE si propone di catalizzare le opportunità di investimento nei Paesi emergenti caratterizzati da un alto potenziale di crescita e, parallelamente, da un elevato profilo di rischio.

5) A partire dal 2004 è stata creata SACE BT, società specializzata nell'assicurare il credito a breve termine alle imprese che operano sia in Italia che all'estero, con dilazioni di pagamento fino a 24 mesi. Sempre con l'obiettivo di presidiare le aree di maggiore concentrazione industriale e avvicinarsi alle

aziende più piccole, SACE BT ha potenziato nel 2005 il canale distributivo diretto. I servizi garantiti da tale società sono due e comprendono:

- polizza Multiexport;
- polizza Multimarket globale.

Grazie alla *polizza Multiexport* le PMI italiane hanno la possibilità di coprire dal rischio commerciale e politico le proprie esportazioni di merci e servizi (e quindi il mancato pagamento delle stesse) che abbiano dilazioni di pagamento inferiori ai 12 mesi.

Attraverso la *polizza Multimarket globale* è invece possibile assicurare il proprio fatturato dilazionato, realizzato con acquirenti italiani o esteri, realizzato attraverso la vendita di merci o servizi con dilazioni di pagamento inferiori ai 12 mesi. Attraverso tale prodotto è possibile scegliere di coprirsi solo del rischio commerciale o contemporaneamente del rischio commerciale e di quello politico. La polizza si caratterizza per il carattere globale: non è infatti possibile selezionare il rischio da sottoporre a copertura, ma è prevista una globalità limitata per classi omogenee di rischio.

L'ultima linea di business di SACE è costituita dai **prodotti a sostegno delle imprese italiane operanti nell'edilizia e nel settore manifatturiero**. Tale area di intervento è divenuta parte integrante dell'attività della Società a partire dal 2005, dopo l'acquisto da parte di SACE BT di una partecipazione del 70% di Assedile, società specializzata nel ramo cauzioni da oltre 40 anni. Nel 2005 i premi lordi di Assedile si sono assestati a 46,3 milioni di euro, facendo segnare una crescita del 4,9% rispetto al 2004, con un'incidenza del ramo cauzioni del 51,4%. Il 2005 ha inoltre visto la forte crescita del ramo vita (+ 41,7%) che rappresenta il 13,4% della totalità dei premi. Assedile offre alle imprese che operano in Italia ed all'estero un'ampia gamma di fidejussioni e garanzie sui rischi di costruzione. Gli ambiti in cui Assedile opera sono:

- ramo cauzioni;
- ramo altri danni e beni;
- ramo vita.

Grazie ai servizi del *ramo cauzioni*, aziende o privati italiani hanno la possibilità di garantire l'adempimento di obbligazioni contrattuali senza dover immobilizzare fondi né influenzare la gestione della liquidità. Rientrano nell'ambito applicativo di tale servizio prodotti come la polizza fideiussoria a garanzie di gare e contratti d'appalto, la polizza fideiussoria per concessioni edilizie, la polizza fideiussoria per il rimborso/pagamento delle imposte e la polizza fideiussoria a tutela degli acquirenti di nuove unità immobiliari. Tutte queste polizze hanno (come intuibile dal nome) finalità specifiche differenti, pur avendo alla base una struttura e un modo di utilizzo simile.

Il *ramo altri danni e beni* comprende la polizza postuma decennale, che consente di indennizzare all'assicurato o di risarcire a terzi il danno causato da gravi difetti o da collasso del lavoro di costruzione nei 10 anni successivi al termine dell'opera, e le polizze CAR ed EAR. La Construction All Risks copre i danni provocati durante la realizzazione di un'opera civile, mentre la Erection All Risks copre i danni provocati durante la realizzazione dei lavori.

L'ultima linea di cauzione ha ad oggetto il *ramo vita*. Come comprensibile, SACE, attraverso tale strumento, offre assicurazioni vita semplici, contraibili individualmente o in maniera collettiva.

2.6.3 Interventi effettuati

Nel 2004 SACE è stata trasformata in Società per Azioni dopo una forte attività di risanamento intrapresa a partire dalla seconda metà degli anni Novanta. Nel 2005, per il quarto anno consecutivo, il bilancio ha chiuso in attivo con un utile netto di 757'442 migliaia di euro.

Analizzando l'andamento dei principali indicatori dell'attività svolta da SACE nel 2005, si può iniziare ad osservare dalla Tabella 21 come i premi lordi siano stati pari a quasi 198 milioni di euro e per la quasi totalità (92% pari a 182 milioni) gli stessi siano dovuti alla gestione dell'assicurazione del credito (Fig. 12). Rispetto al 2004 i premi sono aumentati del 58,9%, nonostante una riduzione dei premi medi per polizza dovuta, tra l'altro, alla forte concorrenza di soluzioni alternative disponibili sul mercato dei capitali e dal miglioramento generale dei rating Paese. I motivi alla base dell'incremento sono stati principalmente i maggiori volumi di attività ottenuti con i nuovi prodotti e la piena attività raggiunta da SACE BT e Assedile, che hanno consentito di coprire meglio aree che fino al 2004 non erano servite alla perfezione.

Tabella 21. Ripartizione premi

Categoria premi	Migliaia di euro	%
RAMO DANNI		
Assicurazione del credito	182.120	92,05%
Cauzioni	6.918	3,50%
Altri danni e beni	5.148	2,60%
RC Generale	545	0,28%
Incendio	183	0,09%
Infortuni	120	0,06%
Malattia	21	0,01%
RAMO VITA	2.801	1,42%
Totale	197.856	100,00%

Fonte SACE

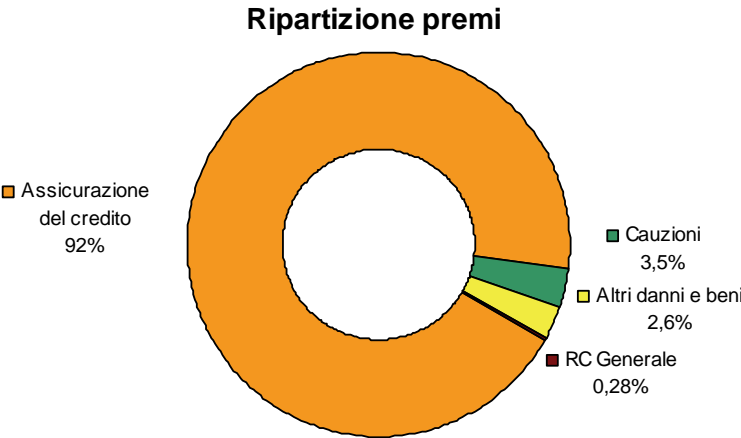


Figura 12.
Ripartizione dei premi
Fonte SACE

Per quanto concerne gli indennizzi liquidati nel 2005, anche questi hanno visto un'importante riduzione, facendo registrare una diminuzione del 18% fino ad essere pari a 70,1 milioni di euro. Tale trend è del tutto in linea con l'andamento degli stessi dal 1995 ad oggi e, nel 2005, è giustificato principalmente dal decremento degli indennizzi dovuti ai rischi politici, che rappresentano il 42,6% del totale, contro il 57,4% di quelli dovuti al rischio commerciale. Gli indennizzi liquidati per rischio politico riguardano principalmente l'America Centrale (69%) e l'America Latina (25%); i rischi di carattere commerciale hanno invece provocato i maggiori indennizzi in Asia (50%) ed America Latina (34%).

Anche il trend storico delle nuove garanzie emesse è stato confermato nel 2005. Come è possibile osservare dal Grafico 2.8, nel 2005 esse sono state pari a 7.668 milioni di euro, con un incremento del 45% rispetto all'anno precedente. Il 34% delle nuove garanzie concesse ha riguardato il Medio Oriente e il Nord Africa, il 27,9% la Comunità degli Stati Indipendenti⁵⁷ e il 15,6% l'Europa Occidentale. Particolarmente interessante risulta analizzare l'atteggiamento assicurativo di SACE nei confronti di ciascun Paese e di ciascuna macroarea (Europa Occidentale, Comunità degli Stati Indipendenti, Asia Orientale ed Oceania, Medio Oriente e Nord Africa, Africa Sub-Sahariana e Americhe).

Tra gli elementi oggetto di analisi si osservi come:

- le *categorie OCSE* vanno da 0 a 7, dove 0 rappresenta il rischio minore e 7 il rischio massimo;
- le *condizioni di assicurabilità* indicano l'atteggiamento assicurativo che SACE adotta nei confronti delle varie nazioni. NESSUNA RESTRIZIONE significa che esiste apertura a qualsiasi tipo di operazione, APERTURA CON RESTRIZIONI significa che, in relazione alla situazione economico-finanziaria dei Paesi possono venire posti alcuni limiti, mentre SOSPENSIVA significa che non viene consentita l'operatività ordinaria nei confronti di una certa nazione;
- gli *accordi con le Istituzioni Finanziarie Internazionali* (IFI) evidenziano se esiste o meno un accordo che lega la nazione con il Fondo Monetario Internazionale (FMI), con il Club di Parigi⁵⁸ o se il Paese è inserito nell'iniziativa di cancellazione del debito per gli Stati altamente indebitati (HIPC Iniziative);
- gli *impegni in essere* sono gli importi per cui, SACE è a rischio, sono cioè le somme derivanti dall'assunzione di nuove coperture assicurative;
- l'*esposizione complessiva* rappresenta la totalità delle posizioni di SACE (composta da: impegni in essere, sinistri in corso e indennizzi da recuperare).

Nella Tabella 22 le condizioni di assicurabilità sono aggiornate al marzo 2006, gli impegni in essere e l'esposizione totale, si riferiscono invece al 31 dicembre 2005.

L'esposizione di SACE si concentra soprattutto nei paesi non OCSE e in particolar modo nell'Area Medio-Orientale e nel Nord Africa (41,81% dell'esposizione mondiale) e nei Paesi Europei non facenti parte dell'OCSE (18,03%); seguiti dall'Africa sub-sahariana (10,96%). Risulta invece limitata l'esposizione relativa ai paesi asiatici (4,18%). [Fig. 15]. I dati sono generalmente in linea con la tendenza già evidenziata negli anni precedenti.

⁵⁷ Fanno parte della Comunità degli Stati Indipendenti: Armenia, Azerbaijan, Bielorussia, Georgia, Kazakistan, Kirghizistan, Moldavia, Russia, Tagikistan, Turkmenistan, Ucraina e Uzbekistan.

⁵⁸ Il Club di Parigi è un gruppo informale di 19 tra i principali Paesi creditori, il cui obiettivo è quello di individuare soluzioni condivise e sostenibili alle difficoltà di pagamento dei Paesi debitori. Visto che piacciono gli elenchi di paesi (v. OCSE e CSI, forse sarebbe il caso di elencare anche questi 19.

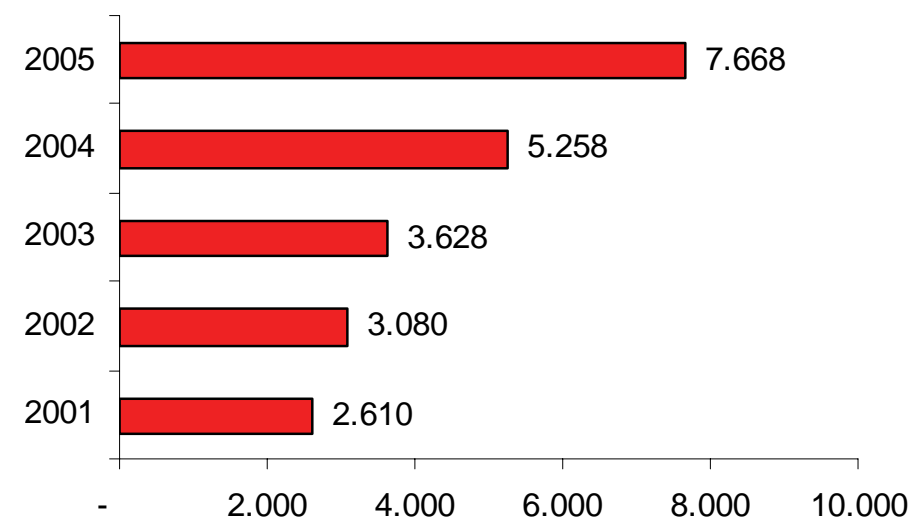


Figura 13. Nuove garanzie deliberate (milioni di euro)

Fonte SACE

Tabella 22

EUROPA OCCIDENTALE

Paese	Categ. OCSE	Condizioni di assicur.	Accordi con le IFI	Impegni in essere (mln di €)	Impegni in essere (mln di €)	Esp. totale (mln di €)	Esp. %
Belgio	0	Nessuna rest.	-	27,46	0,1484%	27,46	0,0969%
Danimarca	0	Nessuna rest.	-	54,50	0,2945%	54,50	0,1922%
Finlandia	0	Nessuna rest.	-	302,06	1,6323%	302,06	1,0655%
Francia	0	Nessuna rest.	-	7,60	0,0411%	7,78	0,0274%
Germania	0	Nessuna rest.	-	23,93	0,1293%	23,93	0,0844%
Grecia	0	Nessuna rest.	-	32,86	0,1776%	33,37	0,1177%
Irlanda	0	Nessuna rest.	-	30,07	0,1625%	30,07	0,1061%
Lussemburgo	0	Nessuna rest.	-	0,67	0,0036%	0,67	0,0024%
Malta	2	Nessuna rest.	-	0,09	0,0005%	0,09	0,0003%
Paesi Bassi	0	Nessuna rest.	-	1,61	0,0087%	1,61	0,0057%
Portogallo	0	Nessuna rest.	-	5,29	0,0286%	5,29	0,0187%
Regno Unito	0	Nessuna rest.	-	932,43	5,0386%	932,43	3,2891%
Spagna	0	Nessuna rest.	-	148,29	0,8013%	148,34	0,5233%
Svizzera	0	Nessuna rest.	-	108,97	0,5888%	108,97	0,3844%
TOTALE				1.675,83	9,0558%	1.676,57	5,9140%

(segue)

Tabella 22

EUROPA CENTRO-ORIENTALE

Paese	Categ. OCSE	Condizioni di assicur.	Accordi con le IFI	Impegni in essere (mln di €)	Impegni in essere (mln di €)	Esp. totale (mln di €)	Esp. %
Albania	6	Apertura con rest.	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo CLUB di Parigi	37,13	0,2006%	39,65	0,1399%
Bosnia erzegovina	7	Apertura con rest.	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo CLUB di Parigi	37,47	0,2025%	76,17	0,2687%
Bulgaria	4	Nessuna rest.	Accordo FMI Accordo CLUB di Parigi	15,94	0,0861%	17,21	0,0607%
Ceca Rep.	1	Nessuna rest.	-	11,24	0,0607%	17,23	0,0608%
Croazia	4	Nessuna rest.	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo CLUB di Parigi	11,43	0,0618%	56,41	0,1990%
Macedonia	6	Apertura con rest.	Accordo FMI - Accordo CLUB di Parigi	-	-	11,17	0,0394%
Polonia	2	Nessuna rest.	Accordo Club di Parigi	50,40	0,2723%	775,92	2,7370%
Romania	4	Apertura con rest.	Accordo FMI	411,49	2,2236%	413,83	1,4598%
Serbia e Montenegro	7	Apertura con rest.	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo CLUB di Parigi	18,03	0,0974%	125,20	0,4416%
Slovacchia	1	Nessuna rest.	-	0,36	0,0019%	0,36	0,0013%
Slovenia	1	Nessuna rest.	-	2,03	0,0110%	2,21	0,0078%
Turchia	5	Nessuna rest.	Accordo FMI	1448,43	7,8269%	1453,35	5,1266%
Ungheria	2	Nessuna rest.	-	0,95	0,0051%	126,67	0,4468%
TOTALE				2.044,90	11,0501%	3.115,38	10,9892%

Tabella 22

COMUNITÀ DEGLI STATI INDIPENDENTI

Paese	Categ. OCSE	Condizioni di assicur.	Accordi con le IFI	Impegni in essere (mln di €)	Impegni in essere (mln di €)	Esp. totale (mln di €)	Esp. %
Azerbaijan	6	Apertura con rest.	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione	28,72	0,1552%	28,72	0,1013%
Bielorussia	7	Apertura con rest.	-	18,10	0,0978%	19,45	0,0686%
Kazakistan	4	Apertura con rest.	-	55,96	0,3024%	55,96	0,1974%
Moldavia	7	Apertura con rest.	Accordo FMI	-	-	0,71	0,0025%
Russia	4	Nessuna rest.	Accordo Club di Parigi	2913,17	15,7420%	4903,81	17,2978%
Ucraina	6	Apertura con rest.	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo CLUB di Parigi	6,75	0,0365%	70,97	0,2503%
Uzbekistan	7	Apertura con rest.	-	32,70	0,1767%	32,70	0,1153%
TOTALE				3.055,40	16,5106%	5.112,32	18,0333%

(segue)

Tabella 22

ASIA ORIENTALE E OCEANIA

Paese	Categ. OCSE	Condizioni di assicur.	Accordi con le IFI	Impegni in essere (mln di €)	Impegni in essere (mln di €)	Esp. totale (mln di €)	Esp. %
Australia	0	Nessuna rest.	–	20,60	0,1113%	20,60	0,0727%
Bangladesh	6	Apertura con rest.	Accordo FMI	0,18	0,0010%	0,13	0,0005%
Cambogia	7	Sospensiva	Accordo FMI; Accordo Club di Parigi	-	-	0,37	0,0013%
Cina	2	Nessuna rest.	Accordo FMI	191,05	1,0324%	218,03	0,7691%
Cook Isole	6	Apertura con rest.	Accordo FMI	-	-	27,27	0,0962%
Corea del Nord	7	Sospensiva	-	-	-	64,43	0,2273%
Corea del Sud	2	Nessuna rest.	-	10,43	0,0564%	10,43	0,0368%
Filippine	5	Nessuna rest.	Accordo Club di Parigi	15,74	0,0851%	21,69	0,0765%
Hong Kong	2	Nessuna rest.	-	1,50	0,0081%	1,50	0,0053%
India	3	Nessuna rest.	-	176,29	0,9526%	179,95	0,6348%
Indonesia	5	Nessuna rest.	Accordo FMI graduated; Accordo Club di Parigi	37,09	0,2004%	76,52	0,2699%
Malaysia	2	Nessuna rest.	-	11,10	0,0600%	11,10	0,0392%
Maldiva	5	Apertura con rest.	-	3,22	0,0174%	8,22	0,0290%
Mongolia	7	Sospensiva	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione	2,43	0,0131%	13,76	0,0485%
Nuova Zelanda	0	Nessuna rest.	-	13,94	0,0753%	13,94	0,0492%
Pakistan	6	Apertura con rest.	Accordo FMI graduated; Accordo Club di Parigi	67,36	0,3640%	79,15	0,2792%
Singapore	0	Nessuna rest.	-	5,37	0,0290%	20,42	0,0720%
Sri Lanka	5	Apertura con rest.	Accordo FMI	-	0,0000%	0,07	0,0002%
Taiwan	1	Nessuna rest.	-	12,04	0,0651%	12,04	0,0425%
Thailandia	3	Nessuna rest.	-	348,85	1,8851%	348,85	1,2305%
Vietnam	5	Apertura con rest.	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo CLUB di Parigi	15,05	0,0813%	56,05	0,1977%
TOTALE				932,24	5,0376%	1.184,52	4,1783%

Tabella 22

MEDIO ORIENTE E NORD AFRICA

Paese	Categ. OCSE	Condizioni di assicur.	Accordi con le IFI	Impegni in essere (mln di €)	Impegni in essere (mln di €)	Esp. totale (mln di €)	Esp. %
Algeria	3	Apertura con rest.	Accordo Club di Parigi	431,76	2,3331%	1911,69	6,7433%
Arabia Saudita	2	Nessuna rest.	-	365,21	1,9735%	365,39	1,2889%
Bahrein	3	Nessuna rest.	-	152,58	0,8245%	152,59	0,5382%
E.A.U.	2	Nessuna rest.	-	275,85	1,4906%	275,88	0,9731%
(Abu Dhabi – Dubai)							
E.A.U. (altri)	4	Nessuna rest.	-	40,92	0,2211%	69,80	0,2462%
Egitto	4	Nessuna rest.	Accordo Club di Parigi	903,00	4,8796%	1263,28	4,4561%
Giordania	5	Apertura con rest.	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo CLUB di Parigi	0,96	0,0052%	60,05	0,2118%
Iran	4	Apertura con rest.	-	4783,96	25,8513%	4785,45	16,8803%
Iraq	7	Apertura con rest.	Accordo Club di Parigi	-	-	864,77	3,0504%
Israele	3	Nessuna rest.	-	80,05	0,4326%	160,87	0,5675%
Kuwait	2	Nessuna rest.	-	0,51	0,0028%	0,53	0,0019%
Libano	7	Sospensiva	-	13,12	0,0709%	32,99	0,1164%
Libia	7	Apertura con rest.	-	35,97	0,1944%	35,97	0,1269%
Marocco	4	Nessuna rest.	Accordo Club di Parigi	634,47	3,4285%	655,79	2,3132%
Oman	2	Nessuna rest.	-	521,65	2,8189%	521,65	1,8401%
Qatar	2	Nessuna rest.	-	596,96	3,2258%	596,96	2,1057%
Siria	7	Apertura con rest.	-	2,53	0,0137%	2,61	0,0092%
Tunisia	3	Nessuna rest.	-	70,70	0,3820%	86,20	0,3041%
Yemen	6	Nessuna rest.	Accordo Club di Parigi	-	-	9,05	0,0319%
TOTALE				8.910,20	48,1484%	11.851,52	41,8052%

(segue)

Tabella 22

AFRICA SUB-SAHARIANA

Paese	Categ. OCSE	Condizioni di assicur.	Accordi con le IFI	Impegni in essere (mln di €)	Impegni in essere (mln di €)	Esp. totale (mln di €)	Esp. %
Angola	7	Sospensiva	Accordo Club di Parigi	62,37	0,3370%	178,43	0,6294%
Camerun	7	Sospensiva	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo CLUB di Parigi	-	-	54,45	0,1921%
Capo Verde	7	Apertura con rest.	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione	1,06	0,0057%	1,06	0,0037%
Centrafricana Rep.	7	Sospensiva	Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	-	-	1,35	0,0048%
Ciad	7	Sospensiva	Accordo FMI; Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	-	-	0,42	0,0015%
Comore	7	Sospensiva	Paese HIPC	-	-	0,39	0,0014%
Congo Rep. Dem.	7	Sospensiva	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	-	-	144,95	0,5113%
Congo Rep.	7	Sospensiva	Accordo FMI; Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	-	-	58,33	0,2058%
Costa d'Avorio	7	Sospensiva	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	-	-	31,61	0,1115%
Gabon	6	Apertura con rest.	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione	-	-	131,99	0,4656%
Guinea	7	Sospensiva	Accordo FMI in attesa di rinegoziazione; Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	-	-	7,28	0,0257%
Guinea Bissau	7	Sospensiva	Accordo FMI; Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	-	-	33,01	0,1164%
Guinea Equatoriale	7	Apertura con rest.	Accordo Club di Parigi	-	-	20,65	0,0728%

Kenya	6	Apertura con rest.	Accordo FMI; 0,68 Accordo Club di Parigi	0,0037%	13,85	0,0489%	
Liberia	7	Sospensiva	Accordo Club - di Parigi; Paese HIPC	-	24,21	0,0854%	
Mozambico	7	Apertura con rest.	Accordo FMI; 16,87 Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	0,0912%	16,87	0,0595%	
Nigeria	7	Apertura con rest.	Accordo Club 158,41 di Parigi	0,8560%	1829,38	6,4530%	
Sao Tomè e Principe	7	Sospensiva	Accordo FMI; - Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	-	13,91	0,0491%	
Seycelle	7	Sospensiva	-	-	10,65	0,0376%	
Senegal	6	Apertura con rest.	Accordo FMI; 19,46 Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	0,1052%	19,46	0,0686%	
Sierra Leone	7	Sospensiva	Accordo FMI - in attesa di rinegoziazione; Accordo Club di Parigi; Paese HIPC	-	7,98	0,0281%	
Somalia	7	Sospensiva	Accordo Club - di Parigi; Paese HIPC	-	115,52	0,4075%	
Sudafricana Rep.	3	Nessuna rest.	-	281,31	1,5201%	281,31	0,9923%
Sudan	7	Sospensiva	Accordo Club - di Parigi; Paese HIPC	-	100,52	0,3546%	
Togo	7	Sospensiva	Accordo Club - di Parigi; Paese HIPC	-	2,63	0,0093%	
Zimbabwe	7	Sospensiva	-	-	6,27	0,0221%	
TOTALE			540,16	2,9189%	3.106,48	10,9578%	

(segue)

Tabella 22

AMERICHE							
Paese	Categ. OCSE	Condizioni di assicur.	Accordi con le IFI	Impegni in essere (mln di €)	Impegni in essere (mln di €)	Esp. totale (mln di €)	Esp. %
Antigua	7	Apertura con rest.	-	-	-	6,03	0,0213%
Antille Olandesi	5	Sospensiva	-	-	-	24,42	0,0861%
Argentina	7	Apertura con rest.	Accordo FMI; Accordo Club di Parigi	173,69	0,9386%	316,47	1,1163%
Aruba	4	Nessuna rest.	-	-	-	41,53	0,1465%
Brasile	5	Nessuna rest.	Accordo FMI graduated; Accordo Club di Parigi	1045,49	5,6496%	1192,06	4,2049%
Canada	0	Nessuna rest.	-	10,10	0,0546%	10,10	0,0356%
Cile	2	Nessuna rest.	-	11,43	0,0618%	11,43	0,0403%
Colombia	5	Apertura con rest.	Accordo FMI	40,47	0,2187%	49,55	0,1748%
Costa Rica	3	Nessuna rest.	-	0,04	0,0002%	0,04	0,0001%
Cuba	7	Sospensiva	-	1,62	0,0088%	274,10	0,9669%
Dominicana Rep.	6	Apertura con rest.	Accordo FMI; Accordo Club di Parigi	55,74	0,3012%	55,74	0,1966%
Ecuador	7	Apertura con rest.	Accordo Club di Parigi	-	-	254,85	0,8990%
El Salvador	4	Nessuna rest.	Accordo Club di Parigi	0,03	0,0002%	0,03	0,0001%
Giamaica	6	Apertura con rest.	Accordo Club di Parigi	-	-	1,94	0,0068%
Guatemala	6	Apertura con rest.	Accordo FMI graduated; Accordo Club di Parigi	0,21	0,0011%	0,21	0,0007%
Haiti	7	Sospensiva	Accordo Club di Parigi	8,14	0,0440%	64,08	0,2260%
TOTALE				1.346,96	7,2786%	2.302,58	8,1222%
TOTALE				18505,69	100%	28349,37	100%

Fonte: SACE

Nello specifico il paese verso il quale la Società risulta maggiormente esposto è la Russia (4'903,81 milioni di euro, pari al 17,30% del totale) seguita a breve distanza dall'Iran (4'785,45 milioni di euro pari al 16,88% del totale) [Fig. 17].

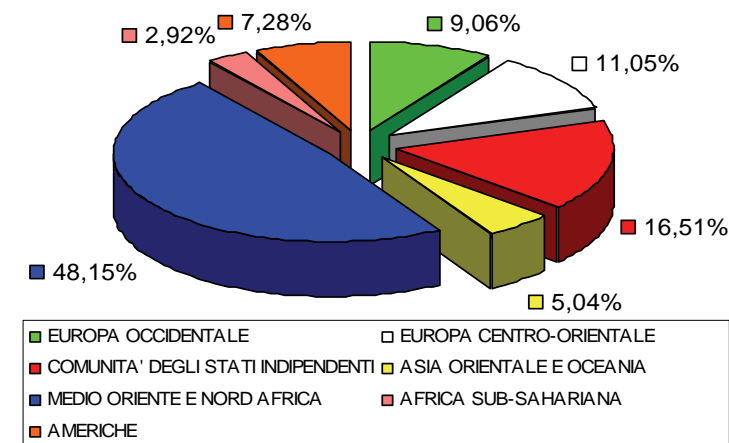


Figura 14. Impegni in essere totali di SACE a livello geografico

Fonte: elaborazioni personali su dati SACE

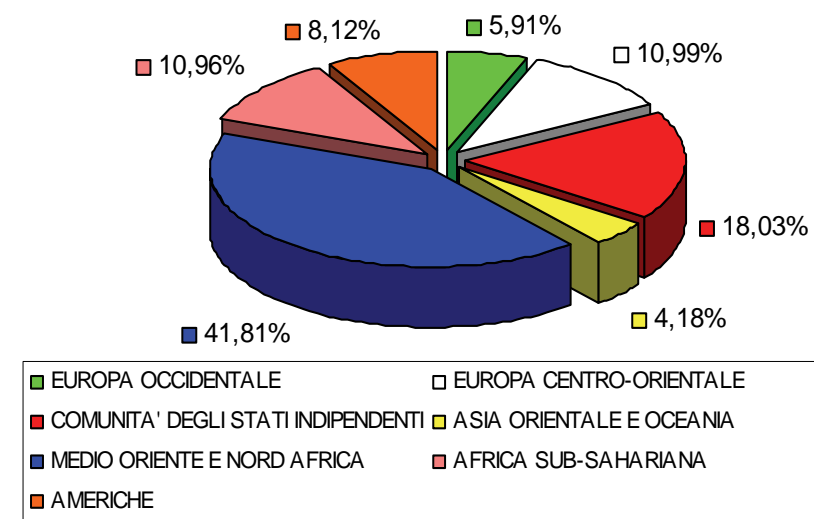


Figura 15. Esposizione totale di SACE a livello geografico

Fonte: elaborazioni personali su dati SACE

Dall'analisi del portafoglio rischi per categoria di rischio paese (scala 0-7) risulta che, nel 2005, l'esposizione totale di SACE si è concentrata a livello assoluto soprattutto su nazioni dal rischio molto forte e nazioni dal rischio essenzialmente nullo, visto che gli interventi, su un totale di 129, sono stati 39 per la categoria OCSE di livello 7 e 30 per la categoria OCSE di livello 0 (Fig. 18). In realtà però se consideriamo il valore assicurato da SACE, si nota come gli interventi dal peso maggiore sono stati quelli

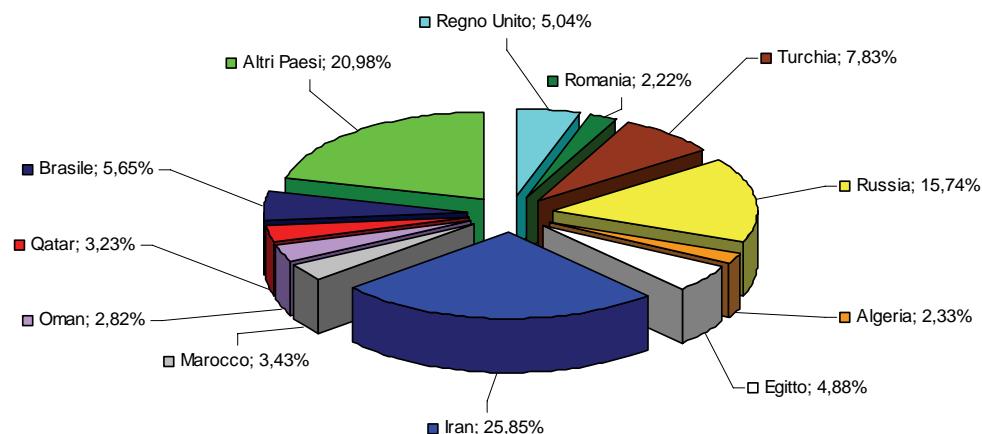


Figura 16. Impegni in essere SACE per paese al 31.12.2005

Fonte: elaborazioni personali su dati SACE

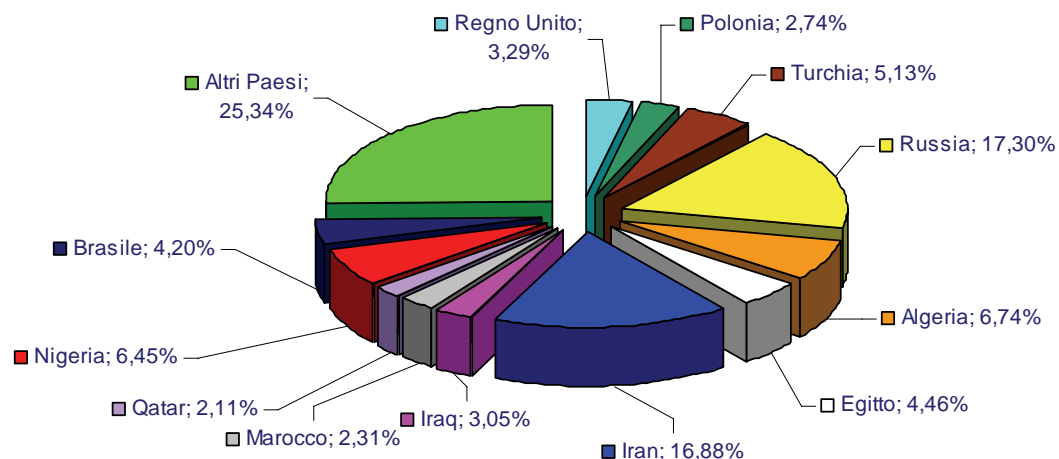


Figura 17. Esposizione SACE per paese al 31.12.2005

Fonte: elaborazioni personali su dati SACE

aventi ad oggetto paesi dal rischio intermedio (categoria 4), che rappresentano ben il 43,26% del totale (Fig. 19).

L'attività svolta dal Gruppo SACE presuppone naturalmente un'attenta conoscenza dei reali rischi che vengono coperti. Viene così adottata una politica prudentiale e vengono posti alcuni limiti sulle tipologie di strumenti finanziari che è possibile utilizzare e sulla concentrazione per ciascuna classe di rating. Operando un'analisi simile alla precedente, ma basata sulle classi assegnate dalle principali agenzie di rating, si nota (Fig. 20) che le esposizioni maggiori sono state assunte a favore di paesi

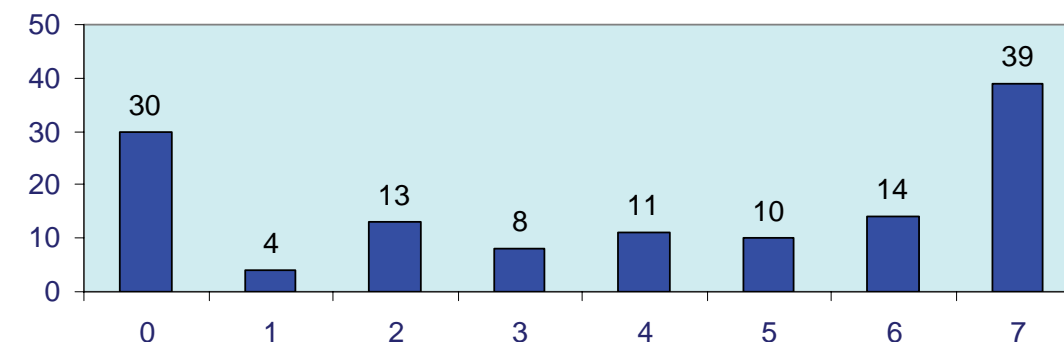


Figura 18. Esposizione assoluta per categorie di rischio paese al 31.12.2005

Fonte: elaborazioni personali su dati SACE

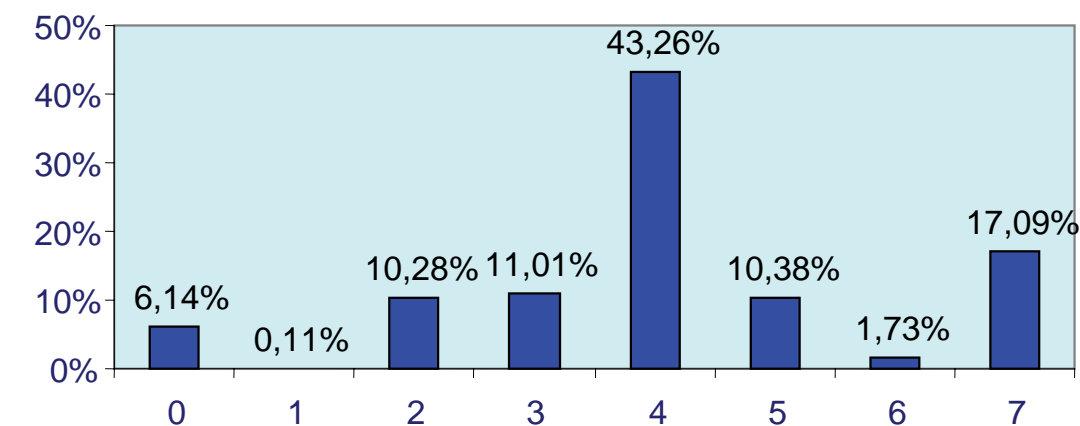


Figura 19. Esposizione percentuale per categorie di rischio al 31.12.2005

Fonte: elaborazioni personali su dati SACE

con un rating pari a BB, che rappresenta il 26,3% del totale con esposizioni complessive per 3,7 milioni di euro; seguono poi BBB (15,8%), BB+ (13,3%) e AAA (9,7%). Minore interesse è invece stato mostrato da SACE verso le categorie comprese tra AAA e BBB e verso i paesi caratterizzati da un rischio maggiore.

Analizzando il portafoglio garanzie di SACE al 31 dicembre 2005 è significativo osservare la concentrazione delle diverse tipologie di rischio (Tabella 23). L'esposizione al rischio sovrano/politico è pari a circa 4,5 miliardi di euro, un valore inferiore rispetto all'esposizione di oltre 7 miliardi di euro assunta verso il rischio di credito privato. Decisamente minore è invece l'esposizione verso rischi accessori, pari a 803,6 milioni di euro. Questo può probabilmente essere visto come un sintomo stesso della politi-

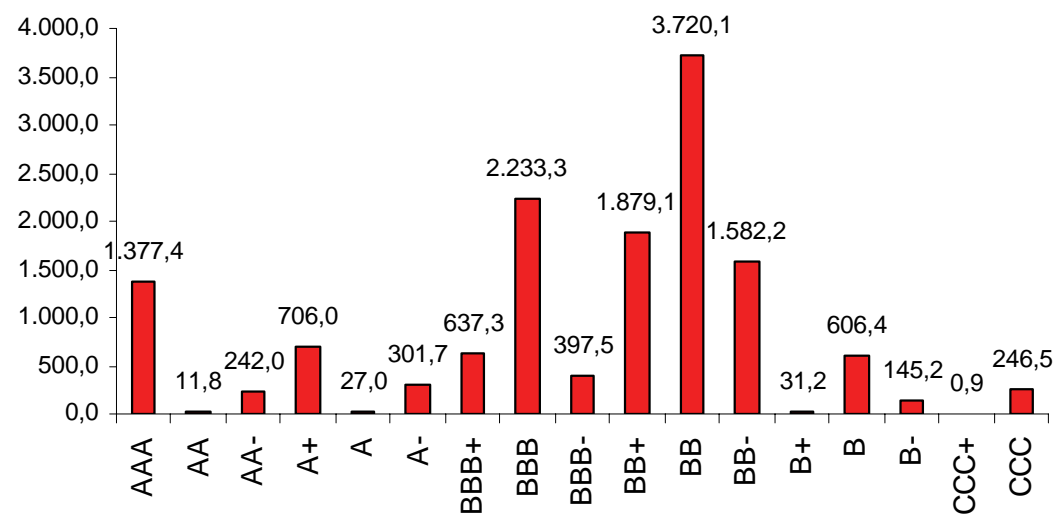


Figura 20. Outstanding per rating paese
Fonte: SACE

ca adottata da SACE nell'avere come target privilegiato le PMI. A differenza delle grandi imprese infatti sono proprio le aziende più piccole a richiedere con più frequenza una copertura da rischio del credito privato, mentre le grandi realtà tendono ad avere la necessità di una copertura soprattutto verso il rischio politico e verso quello sovrano.

2.7 SVILUPPO ITALIA

Tabella 23. Outstanding per tipologia di rischio

Tipologia di rischio	milioni di euro	%
Rischio del credito	11.754,4	83,1%
(a) politico	108,6	0,8%
(b) sovrano	4.376,4	30,9%
(c) privato	7.269,5	51,4%
Rischio investimenti all'estero	1.587,6	11,2%
Rischi accessori	803,6	5,7%
Totale	14.145,6	100,0%

Fonte: SACE

2.7.1 Dimensione istituzionale

Costituita nel 2000, Sviluppo Italia è l'Agenzia nazionale per lo sviluppo d'impresa e per l'attrazione degli investimenti a favore di società italiane operanti in tutto il territorio nazionale. Le linee d'intervento verso cui la Società si rende operativa vengono decise dal Governo italiano e, più specificamente, dalla Presidenza del Consiglio, dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, dal Ministero per lo Sviluppo Economico e dal Ministero delle Politiche Agricole e Forestali.

Il Gruppo Sviluppo Italia opera attraverso un network di 17 società regionali e 10 società progetto⁵⁹. Le prime hanno l'obiettivo di integrare gli interventi stabiliti dal Gruppo con le realtà locali, trasformando le linee d'azione promosse dalla Capogruppo in azioni di sviluppo specifico, svolte anche tramite la collaborazione con le Amministrazioni e le Istituzioni locali. Le società progetto sono realtà focalizzate su business specifici che hanno come obiettivo principale quello di intervenire a favore di settori e reti infrastrutturali⁶⁰ particolarmente importanti per la competitività del Sistema Paese. Tra le società progetto è possibile inoltre individuare quattro società strumentali operanti nel settore dell'ingegneria e in quello della finanza, ambiti fondamentali per poter sostenere la missione di SI in tutti i suoi aspetti. Grazie a questa struttura "multilivello", la Società possiede la forma adeguata per integrare la dimensione locale, quella nazionale e quella europea, così da valorizzare e coordinare le esigenze di ogni tipologia di impresa e di metterla in relazione con le istituzioni nazionali e locali.

Sviluppo Italia ha come finalità principale quella di diffondere e accelerare lo sviluppo produttivo ed imprenditoriale italiano, per rafforzare la competitività dell'Italia a livello internazionale. Per raggiungere tale obiettivo, la Società sostiene la creazione e lo sviluppo d'impresa, svolge attività di promozione finalizzata all'attrazione degli investimenti esteri e supporta la Pubblica Amministrazione al fine di combattere la disoccupazione. Nell'ambito della creazione e dello sviluppo d'impresa, SI mette a disposizione un serie di strumenti agevolativi a sostegno della creazione di lavoro autonomo, di quello giovanile, di quello legato al settore agro-alimentare e tende a sostenere realtà industriali di piccole e medie dimensioni, che stanno affrontando i problemi tipici di una start-up. Attraverso alle attività svolte con riferimento all'attrazione degli investimenti in Italia, Sviluppo Italia si pone come interlocutore unico, in grado di gestire tutte le fasi del processo in questione, dal primo contatto all'analisi di fattibilità, all'accompagnamento sul territorio, alla gestione dei problemi che potrebbero sorgere successivamente alla conclusione dell'operazione. Per quanto concerne l'ultima area d'attività, quella volta al sostegno della Pubblica Amministrazione, SI collabora e sostiene le amministrazioni nazionali e locali al fine di individuare, gestire ed implementare programmi e progetti complessi, con l'obiettivo di aumentare la competitività di certe aree e settori italiani.

A differenza degli enti a sostegno dell'internazionalizzazione affrontati fino ad ora (SIMEST, SACE, ...), i servizi gestiti da Sviluppo Italia non sono diretti in linea prioritaria ad aiutare il processo di internazionalizzazione delle PMI. Tale finalità è infatti raggiunta solo indirettamente, dal momento che i prodotti di SI possono essere fruiti sia da soggetti intenzionati a muovere la propria attività verso l'estero, sia da imprese il cui business è indirizzato esclusivamente al territorio nazionale. Quello del sostegno all'internazionalizzazione in particolare è un obiettivo che Sviluppo Italia ha sempre avuto (dal momento

⁵⁹ Appendice, Figura 24.

⁶⁰ Attualmente i settori considerati prioritari sono costituiti dai porti e poli turistici, dalla riqualificazione di aree industriali, dalla messa in atto della banda larga e, in generale, dallo sviluppo di tecnologie per l'innovazione.

che l'obiettivo ultimo è quello di elevare la competitività del Sistema Italia), ma che è stato esplicitamente dichiarato di recente, grazie all'accordo siglato il 25 gennaio 2006 con ICE, ENIT, SACE, SIMEST, IPI e Buonitalia.

2.7.2 Servizi offerti

Come accennato, l'attività svolta dal Gruppo Sviluppo Italia ha come oggetto l'incremento della competitività italiana attraverso la promozione e la diffusione dello sviluppo produttivo ed imprenditoriale lungo tre linee di intervento:

- Creazione e sviluppo d'impresa;
- Attrazione degli investimenti;
- Supporto alla Pubblica Amministrazione.

Creazione e sviluppo d'impresa

In tale area d'intervento Sviluppo Italia cerca di facilitare la nascita di nuove imprese, specialmente se create da giovani imprenditori e soggetti in cerca di occupazione, e di sostenere lo sviluppo di realtà aziendali già esistenti. È possibile quindi riconoscere come principali finalità lo stimolo dell'occupazione e il rafforzamento del tessuto imprenditoriale italiano, grazie soprattutto alla nascita di imprese innovative. I diretti interessati di queste tipologie di interventi sono le imprese già esistenti, i giovani imprenditori e i disoccupati. La creazione d'impresa viene attivata quindi da Sviluppo Italia attraverso una serie di strumenti che prevedono agevolazioni per:

- Autoimpiego: nuove attività di lavoro autonomo, microimpresa e franchising;
- Imprese giovani: nuove PMI costituite almeno in maggioranza da giovani;
- Rilancio aree industriali e sottoutilizzate: sviluppo di imprese localizzate in aree di crisi settoriale e in aree sottoutilizzate;
- Agroalimentare: sviluppo di imprese di prima trasformazione e commercializzazione dei prodotti agricoli.

SI inoltre pone molta attenzione alle aziende in fase di start-up e, a tal fine, gestisce una rete di incubatori d'impresa. L'incubatore d'impresa altro non è che uno strumento di sviluppo economico finalizzato ad accelerare la crescita ed il consolidamento di iniziative imprenditoriali, attraverso un insieme strutturato di risorse e servizi. Grazie a questo tipo di iniziative le aziende hanno un aiuto professionale durante la fase di start-up e durante l'insediamento nel territorio. Gli incubatori d'impresa sono un centinaio in Italia, il 48% dei quali appartengono alla rete di Sviluppo Italia.

Lo sviluppo d'impresa viene raggiunto attraverso l'utilizzo di investimenti e fondi e, in misura inferiore, attraverso l'attività consulenziale. I principali prodotti di questo tipo gestiti da Sviluppo Italia possono essere ricondotti a 5 tipologie di strumenti:

- Fondo rotativo;
- Fondo incentivi;
- Rilancio aree industriali;
- Fondi regionali di investimento;
- Creaimpresa

Il **fondo rotativo** nazionale per interventi nel capitale di rischio è stato istituito dalla Legge Finanziaria del 2004 ed è finalizzato all'acquisizione di partecipazioni temporanee e di minoranza nel capitale di medie e grandi imprese italiane⁶¹. Attraverso l'aumento della dotazione di mezzi propri e il minor ricorso

al debito bancario, tale fondo sostiene specifici programmi di crescita delle aziende, presentati dalle imprese stesse⁶², al fine di incrementare la loro competitività. L'intervento di Sviluppo Italia si caratterizza per un approccio non speculativo, dal momento che ha come prima finalità lo sviluppo economico ed occupazionale. Le risorse del fondo rotativo possono venire utilizzate per l'acquisizione di: Quote di capitale di imprese che presentino nuovi programmi di sviluppo⁶³; Quote di minoranza di fondi mobiliari chiusi che investono in imprese appartenenti al punto precedente⁶⁴.

Il ricorso a tale strumento avviene a condizioni di mercato, e, per questo motivo, non viene preclusa all'impresa la possibilità di usufruire di altre agevolazioni pubbliche. Affinché una società possa usufruire di tale sostegno è necessario che la stessa presenti a SI durante tutta la durata del supporto bilanci certificati e budget e report periodici sull'andamento della gestione. Esistono inoltre alcuni limiti sulle società che possono richiedere tale tipo di sostegno; non è infatti consentito usufruire di tale fondo alle imprese che necessitano di ricapitalizzazione a causa di precedenti perdite d'esercizio o alle imprese che operano in settori ai quali si applicano normative comunitarie specifiche riconducibili agli aiuti di Stato. La partecipazione di Sviluppo Italia in ogni singola impresa non può risultare inoltre superiore al 20% delle risorse complessive del fondo rotativo e comunque non può superare i 50 milioni di euro. Il processo di valutazione effettuato da SI per decidere se concedere o meno il sostegno finanziario è composto da due fasi, una valutazione preventiva e una fase istruttoria. La dotazione finanziaria del fondo è pari a 165 milioni di euro ai quali si aggiungono ciclicamente le somme restituite dalle imprese beneficiarie (per tale motivo il fondo è da considerarsi rotativo). Fino al 2005 le iniziative assunte attraverso tale strumento sono state 128 ed hanno generato investimenti per 1,8 milioni di euro.

Il secondo strumento gestito da Sviluppo Italia è costituito dal **fondo incentivi** agli investimenti. Questo tipo di sostegno interviene a beneficio delle imprese presenti nella rete di incubatori di SI localizzati in zone sottoutilizzate obiettivo⁶⁵. In questo modo vengono concessi contributi in conto capitale per la realizzazione di nuovi investimenti legati alla fase di avvio dell'azienda o per l'insediamento delle imprese presenti negli incubatori anche al di fuori delle aree considerate dagli stessi. Il fondo incentivi è stato introdotto dalla legge 208 del 1998, la quale ha stanziato a tal fine un fondo complessivo di circa 10 milioni di euro⁶⁶ che verrà distribuito sulla base di una graduatoria fino all'esaurimento della dotazione disponibile. Ogni progetto a cui viene concesso questa tipologia di supporto non può godere di un sostegno superiore ai 100.000 euro, e comunque il sostegno risulta pari:

- al 65% dell'ammontare dell'investimento complessivo ritenuto ammissibile, per le aziende operanti

⁶¹ Il fondo può essere utilizzato su tutto il territorio nazionale.

⁶² I programmi possono avere ad oggetto sia nuove iniziative che ammodernamenti ed ampliamenti e viene generalmente data priorità alle iniziative cofinanziate dalle Regioni. Non è consentito utilizzare il fondo per progetti che prevedano il consolidamento delle passività aziendali o la ristrutturazione della stessa.

⁶³ La partecipazione deve essere inferiore al 30% e deve venire smobilizzata entro 5 anni dalla data di acquisizione.

⁶⁴ La partecipazione in tali fondi deve risultare inferiore al 30% della dotazione di ogni singolo fondo.

⁶⁵ Tali aree tendono a coincidere con le zone depresse indicate dalla legge 488/99.

⁶⁶ Considerati tutti gli incentivi concessi, al 2005 rimaneva disponibile circa il 45% della disponibilità iniziale di tale fondo.

nella rete di incubatori di Campania, Calabria, Puglia e Sicilia;

- al 55% dell'ammontare dell'investimento complessivo ritenuto ammissibile, per le aziende operanti nella rete di incubatori di Abruzzo e Molise;
- al 45% dell'ammontare dell'investimento complessivo ritenuto ammissibile, per le aziende operanti nella rete di incubatori di Friuli Venezia Giulia, Veneto, Liguria, Toscana e Umbria.

Sviluppo Italia tenderà ad incentivare prioritariamente i soggetti con buone prospettive di mercato e con una situazione economico-finanziaria equilibrata.

Il **rilancio delle aree industriali** colpite da crisi del settore è disciplinato dalla legge 181 del 1989. Tale normativa è stata istituita dal Ministero dello Sviluppo Economico e i fondi messi a disposizione da essa vengono gestiti da Sviluppo Italia, che ha l'incarico di valutare i progetti da finanziare, erogare le agevolazioni e gestire il progetto di rilancio industriale e riqualificazione del territorio. Le agevolazioni finanziarie ad oggetto prevedono l'erogazione di contributi a fondo perduto. Le imprese che possono beneficiare di tale sostegno sono costituite sia da piccole che da medie e grandi imprese, economicamente e finanziariamente sane, operanti nei settori delle attività estrattive e manifatturiere o in quello della fornitura di servizi. Le agevolazioni vengono concesse a favore di progetti aventi ad oggetto la creazione di nuove unità produttive o l'ampliamento, l'ammodernamento, la delocalizzazione o la ristrutturazione di impianti esistenti, che comunque offrano nuova occupazione⁶⁷. La distribuzione geografica di tali finanziamenti segue principalmente le aree colpite dalla crisi siderurgica e attualmente la quasi totalità dei fondi inizialmente⁶⁸ a disposizione sono utilizzati a sostegno delle aree di Taranto, Napoli, Terni, Genova e la zona nord-occidentale di Milano. Il contributo a fondo perduto può essere indirizzato:

- al Centro-Nord fino al 25% degli investimenti ammissibili;
- al Sud fino al 40% degli investimenti ammissibili⁶⁹.

Affinché Sviluppo Italia possa concedere questa tipologia di contributi è necessario che acquisisca una partecipazione temporanea di minoranza nel capitale sociale dell'azienda beneficiaria, riscattabile nell'arco di 5 anni e in ogni caso l'impresa beneficiaria deve contribuire al progetto apportando mezzi propri per almeno il 30% dell'ammontare dell'investimento. È possibile cumulare i contributi concessi dalla legge 181/89 con altri incentivi statali che non prevedano un divieto esplicito in tal senso. SI esamina i progetti sotto il profilo economico, finanziario e tecnico⁷⁰ e, durante tutta la durata del finanziamento, è necessario che la società beneficiaria conferisca a SI bilanci certificati e budget e report periodici sull'andamento della gestione.

Recentemente Sviluppo Italia ha iniziato a gestire una serie di **fondi chiusi a livello regionale** per sostenere i programmi di sviluppo di piccole e medie imprese. Tali fondi si rivolgono soprattutto a soggetti attivi nei settori ad alto tasso di tecnologia e vengono privilegiati i progetti che coinvolgono filie-

⁶⁷ Le spese ammissibili sono costituite dai costi sostenuti per la progettazione, per studi di fattibilità, per la costruzione di fabbricati ed infrastrutture, per l'acquisto di nuove attrezzature/macchinari, per la predisposizione di brevetti relativi a nuove tecnologie e processi di produzione e per l'acquisto di mobili per l'ufficio e arredi.

⁶⁸ All'inizio del 2005 risultavano impegnati oltre 536 milioni di euro.

⁶⁹ Chi investe nel Sud può ottenere inoltre un finanziamento agevolato per un importo che può arrivare al 30% degli investimenti ammissibili, per una durata massima di 10 anni.

⁷⁰ La valutazione del progetto da parte di SI si divide in due parti: una verifica di ammissibilità e una fase istruttoria del progetto.

re, distretti produttivi e le aree dei Progetti Integrati Territoriali (PIT), il tutto con il fine ultimo di valorizzare al massimo il territorio. Gli interventi effettuati possono essere di due tipologie a seconda della particolare esigenza aziendale: equity e quasi-equity. Nel primo caso si avrà un'acquisizione temporanea e di minoranza di una quota di capitale, mentre con il quasi-equity si effettua la concessione di un prestito convertibile in partecipazione al capitale o di prestiti partecipativi (Figura 21). Le partecipazioni di minoranza e temporanea al capitale di rischio di piccole e medie imprese durano al massimo 5 anni e, solitamente, le quote vengono riscattate prioritariamente dall'imprenditore che ha direttamente beneficiato del sostegno attraverso cessione da parte di SI⁷¹. I prestiti obbligazionari convertibili ven-

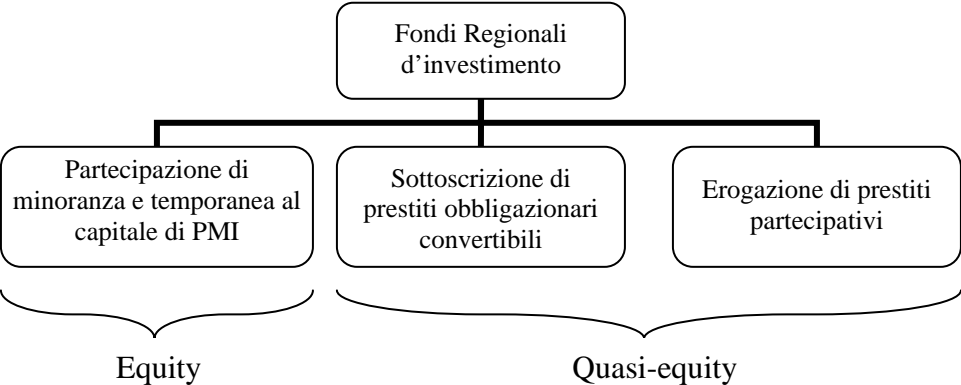


Figura 21. Tipologie di intervento con i fondi regionali d'investimento
Fonte: personale

gono sempre sottoscritti a condizioni di mercato e hanno una durata minima di tre anni. Anche i prestiti partecipativi utilizzano un tasso di interesse a condizioni di mercato e solitamente esso è legato a una voce del Conto Economico (EBIT). Un Comitato apposito, interno a SI, ha il compito di gestire i fondi regionali utilizzando la logica dell'investitore privato; per tale motivo l'investimento deve prevedere la remunerazione del capitale investito dal fondo medesimo. Sempre con riferimento ai fondi regionali, si osservi come nel 2004 Sviluppo Italia si è aggiudicata la gara indetta dalla regione Toscana per la gestione di un fondo di capitale di rischio per operazioni di *early stage*. Tale fondo ha come obiettivo primario quello di sostenere le PMI nella realizzazione di progetti imprenditoriali in settori innovativi come l'information technology o le telecomunicazioni ubicati in Toscana. Tale fondo ha un valore iniziale di 11,5 milioni di euro e si rivolge a PMI in fase di start-up e finanziariamente sane che abbiano iniziato o siano intenzionate ad iniziare un processo di consolidamento sul proprio mercato. Una volta effettuato l'investimento, tale fondo prevede l'uscita entro 7 anni attraverso una strategia di buy-back (rivendita all'imprenditore) o un trade sale (rivendita sul mercato). I finanziamenti verso un medesimo progetto possono venire effettuati in più tranches, sebbene tra un conferimento e l'altro debbano passare almeno 6 mesi ed ogni tranche non possa avere un valore superiore ai 500.000 euro. L'ultimo strumento a disposizione di Sviluppo Italia per sostenere la creazione e lo sviluppo delle PMI è co-

⁷¹ Nel caso in cui l'imprenditore non riscattasse le quote sono ammessa altre forme di disinvestimento.

stituito da **Creaimpresa**. Creaimpresa Spa è un operatore di private equity che affianca come partner le imprese artigiane e le PMI nella realizzazione dei loro progetti di sviluppo. SI è azionista⁷² di Creaimpresa e ne indirizza le scelte strategiche. Tali decisioni tendono a offrire sostegno prioritariamente ai settori del Made in Italy, della salute, dell'energia e dell'information technology. Creaimpresa interviene a sostegno delle imprese in tre modi:

- Partecipazione di minoranza al capitale di rischio (soprattutto di imprese innovative e caratterizzate da un alto potenziale di crescita);
- Operazioni di finanza strutturata, con cui vengono sottoscritti prestiti obbligazionari convertibili⁷³;
- Prestito partecipativo⁷⁴.

Oltre all'attività core, Creaimpresa svolge anche consulenza su operazioni di M&A e su analisi di convenienza economica di progetti d'investimento.

b) Attrazione degli investimenti

La seconda linea di intervento in cui Sviluppo Italia si rende attiva è costituita dall'area dell'attrazione degli investimenti. Le finalità che la Società cerca di raggiungere in tale contesto consistono nello sviluppo e nella promozione di nuovi investimenti in Italia (incremento degli IDE passivi), con forte attenzione al sud Italia e a quelle zone del centro-nord che risultano essere particolarmente sottoutilizzate rispetto al loro potenziale. Per quanto riguarda l'attrazione degli investimenti, Sviluppo Italia si propone come interlocutore unico, in grado di gestire e coordinare ogni fase del processo d'insediamento, dall'individuazione delle opportunità, al supporto per la realizzazione del progetto, all'assistenza nei rapporti con le amministrazioni pubbliche, fino ad erogare direttamente le agevolazioni e gestendo la fase successiva alla realizzazione dell'IDE passivo. Attraverso un'importante attività di promozione del Sistema Italia, SI cerca di rafforzare e migliorare la percezione del Paese all'estero, ponendo l'attenzione innanzitutto sui settori strategici e sulle opportunità da questi generate. Come è possibile osservare dalla Tabella 24, SI svolge l'attività di attrazione degli investimenti o attraverso servizi appositi o tramite un contratto di localizzazione o direttamente tramite la partecipazione al capitale.

I **servizi** offerti comprendono innanzitutto le informazioni preliminari, messe a disposizione da Sviluppo Italia a favore di tutti gli investitori interessati, finalizzate ad avviare o espandere un certo business. Tali informazioni possono ad esempio riguardare il territorio e le infrastrutture verso cui l'investitore

Tabella 24. Modalità di attrazione degli investimenti da parte di S.I.

Servizi	Contratto di localizzazione	Equity
Informazioni preliminari	Tempi d'insediamento	Partecipazioni di minoranza e temporanee
Business set-up	Disponibilità di infrastrutture	
After care	Erogazione di incentivi	
	Sostegno alla ricerca e alla formazione	

Fonte: Sviluppo Italia

⁷² Gli altri azionisti sono Artigiancassa e Iccrea Holding.

⁷³ Il periodo di conversione e il tasso di conversione vengono stabiliti insieme all'azienda.

⁷⁴ Tale prestito ha la forma di un debito subordinato, nel quale il tasso d'interesse è composto da una parte fissa e da una parte variabile, ancorata ad un margine reddituale (EBITDA)

intende muovere il proprio business, il tessuto economico di riferimento, il mercato del lavoro o la situazione dei fornitori e subfornitori. I servizi di business set-up e di after care vengono solitamente gestiti da SI in collaborazione con le amministrazioni regionali e con le proprie società regionali. I servizi legati al business set-up sono finalizzati ad avviare e rendere operativo un determinato progetto d'investimento. A tal proposito Sviluppo Italia svolge una valutazione autonoma del progetto, effettua un monitoraggio fisico ed economico-finanziario della location verso cui indirizzare gli investimenti e supporta la gestione dei rapporti con la Pubblica Amministrazione. Il servizio di after care comprende invece un supporto completo post insediamento e un aiuto alla delocalizzazione successiva agli investimenti effettuati dall'investitore, in modo tale da garantire all'investitore la massima serietà per il raggiungimento degli scopi prefissati tra le parti.

Una seconda modalità attraverso cui SI attrae investimenti produttivi dall'estero e cerca di sviluppare le imprese estere già presenti in Italia è costituita dal cosiddetto **contratto di localizzazione**. Messo a punto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze insieme al Ministero per lo Sviluppo Economico e gestito da Sviluppo Italia. Tale contratto ha come obiettivo principale quello di favorire progetti d'investimento coerenti con la realtà in cui il programma viene attuato e capaci di garantire prospettive innovative di lungo periodo. I vantaggi immediati che uno strumento di questo tipo apporta al soggetto che ne usufruisce sono almeno quattro:

- Tempi certi e procedure d'insediamento snelle;
- Disponibilità di infrastrutture ed aree industriali;
- Erogazione di incentivi finanziari;
- Sostegno alla ricerca e alla formazione.

I destinatari del contratto di localizzazione non sono solamente le imprese estere medio-grandi, ma sono anche le imprese italiane medio-grandi controllate da investitori esteri o le imprese italiane che hanno delocalizzato in un altro Paese la produzione prima del 2005, ma che ora intendono ritornare a produrre in Italia. Affinché il progetto possa venire appoggiato da SI è tuttavia necessario che esso sia indirizzato alle regioni del Mezzogiorno e che riguardi la realizzazione di nuovi impianti, l'ampliamento, l'ammodernamento o la ristrutturazione di impianti già esistenti oppure il trasferimento in Italia di impianti esteri. Gli incentivi previsti dal contratto di localizzazione sono due:

- Contributi a fondo perduto⁷⁵;
- Agevolazioni per programmi di ricerca e formazione collegati all'investimento.

Nel momento in cui Sviluppo Italia deve decidere se e a chi affidare il proprio sostegno, l'Ente effettua una valutazione basata sulla fattibilità tecnico-economica del progetto (ovvero se il progetto risulta essere economicamente conveniente), sul merito creditizio (ovvero l'affidabilità finanziaria del progetto verificata dagli istituti di credito) e una valutazione sulla cantierabilità (ovvero la concreta possibilità di effettuare gli investimenti, tenendo conto degli adempimenti burocratici e amministrativi).

Il contratto di localizzazione ha avuto un discreto successo dal momento che, dal 2003 al 2005, esso ha interessato 74 aziende, di cui 27 hanno presentato proposta d'investimento e 6 hanno potuto godere dei benefici conferiti da tale strumento, portando SI ad investire 320 milioni di euro.

L'ultima tipologia di strumento finalizzata ad attrarre investimenti esteri in Italia è costituita dagli incentivi legati all'**equity**. Tale sostegno è disciplinato dalla legge 181 del 1989, già descritta in prece-

denza, con riferimento agli strumenti finalizzati a rilanciare le aree industriali sottoutilizzate. In base a quanto stabilito dalla normativa, l'incentivo previsto consiste in:

- un contributo a fondo perduto fino al 40% dell'investimento ammissibile;
- un mutuo agevolato fino al 30%;
- una partecipazione nell'equity, temporanea e di minoranza, da parte di SI.

Sviluppo Italia può infatti erogare finanziamenti, sottoscrivere prestiti obbligazionari o assumere partecipazioni di minoranza e temporanee nell'equity.

c) *Supporto alla Pubblica Amministrazione*

La terza linea d'intervento in cui si svolge l'attività di Sviluppo Italia è costituita dal sostegno alle amministrazioni pubbliche nella valutazione, gestione e monitoraggio di progetti complessi finalizzati ad accelerare la crescita economica del territorio, a realizzare progetti innovativi e a migliorare la capacità d'investimento delle Regioni. In questo modo SI affianca direttamente le amministrazioni dello Stato e con loro cerca di individuare quali dovrebbero essere i migliori investimenti della spesa pubblica, i progetti più interessanti da avviare e le migliori attività promozionali per attrarre IDE passivi. Grazie alla diffusione di modelli e soluzioni efficaci forniti da SI, le amministrazioni pubbliche hanno una panoramica dettagliata sulla proposta di investimento e possono valutare in anticipo e con buona approssimazione i risultati e le implicazioni di un'iniziativa in termini di promozione sociale ed economica. L'attività in questione è gestita a livello centrale da SI, mentre localmente dalle società regionali; è plausibile riconoscere 3 principali ambiti d'intervento da parte della Società:

Advisoring alla Pubblica Amministrazione, che ha ad oggetto tutte le attività a supporto della P.A.;
Interventi nell'information technology e collaborazioni internazionali, che ha come finalità la promozione di determinati settori strategici e la diffusione di know-how a livello nazionale ed internazionale;
Progetti per il territorio, con particolare riferimento alle attività di supporto locali gestite dalle società regionali.

Particolarmente interessanti risultano anche le partnership effettuate con Istituzioni ed imprese estere e finalizzate all'interscambio di *best practices* a livello internazionale.

L'attività in questione è rivolta a tutte le regioni d'Italia e non vi sono particolari limitazioni sul settore di intervento; tuttavia i maggiori interenti siano stati realizzati a favore delle aree del Mezzogiorno ed hanno avuto ad oggetto il settore turistico e quello legato alla progettazione di infrastrutture. Fino ad oggi i progetti portati fino in fondo da SI e dalle amministrazioni pubbliche sono state una trentina, mentre circa il doppio erano i progetti esaminati e valutati.

⁷⁵ In questo caso il fondo a disposizione varia in base alla dimensione dell'impresa estera che intende investire e in base alla zona geografica verso la quale l'investimento si rivolge.

2.8 IPI, BUONITALIA ed ENIT

Gli ultimi tre enti che hanno sottoscritto l'accordo a sostegno dell'internazionalizzazione delle imprese italiane del 25 gennaio 2006 possiedono natura parzialmente differente rispetto a quelle degli altri quattro soggetti firmatari. Se infatti le attività di ICE, SIMEST, SACE e Sviluppo Italia sono orientate ad offrire i propri prodotti a tutte quelle aziende interessate a rivolgersi all'estero a prescindere dal settore di appartenenza, i servizi di IPI, Buonitalia e di ENIT sono indirizzati a sostenere alcuni specifici segmenti italiani, e, in conseguenza di ciò, non tutte le imprese italiane possono beneficiare dei prodotti gestiti. I settori in questione sono costituiti dai servizi alla Pubblica Amministrazione per quanto riguarda IPI, dal settore agroalimentare per Buonitalia e da quello del turismo per ENIT.

2.8.1 IPI (Istituto per la Promozione Industriale)

Fondato nel 1993, l'Istituto per la Promozione Industriale è stato posto dal Governo al servizio di specifiche esigenze/emergenze del Paese assumendo il ruolo di ente strumentale della Pubblica Amministrazione. Allo stesso modo dei soggetti a sostegno dell'internazionalizzazione fino ad ora analizzati, l'attività dell'IPI ha come obiettivo ultimo quello di sostenere e valorizzare le peculiarità territoriali del Paese (con particolare attenzione alle PMI), ma tale fine viene raggiunto indirettamente, attraverso il supporto diretto offerto alle Pubbliche Amministrazioni, le quali a loro volta, dovranno cercare di utilizzare gli strumenti proposti da IPI per promuovere la crescita e la competitività dei sistemi produttivi ed economici italiani. In altre parole l'Ente in questione cerca di supportare le Amministrazioni Pubbliche nell'individuazione delle migliori soluzioni socio-economiche da adottare al fine di sostenere lo sviluppo delle imprese italiane.

La natura giuridica dell'Istituto è di Associazione riconosciuta di diritto privato, la cui compagine associativa è composta dal Ministero dello Sviluppo Economico (socio di maggioranza), da Confindustria, Confapi, Confartigianato, CNA, Confcommercio, Confesercenti, Unioncamere, ABI, Mediocredito e Sfirs. Il Ministero dello Sviluppo Economico, oltre a svolgere l'attività di vigilanza sull'Istituto, ricopre anche un ruolo di indirizzo strategico, al fine di sviluppare interventi in linea con la politica economica del Governo e per venire incontro alle esigenze delle organizzazioni rappresentative degli imprenditori, del sistema bancario e di quello camerale, principali fruitori delle predette politiche.

Lo spettro di attività coperto da IPI è molto vasto ed eterogeneo. Proprio per venire incontro alle esigenze interne dell'Istituto ed assicurare la qualità e l'economicità dei servizi offerti, dal 2004 è stato adottato un nuovo assetto organizzativo, caratterizzato da una struttura a matrice. Come è possibile osservare dal Figura 22, la nuova organizzazione prevede cinque direzioni operative e cinque aree trasversali, che interagiscono con le prime nella produzione e nell'erogazione di interventi, servizi e prodotti.

Aree	Direzioni operative	Direzione politiche e interventi settoriali	Direzione programmi comunitari	Direzione incentivi e strumenti finanziari	Direzione innovazione e trasferimento tecnologico	Direzione cooperazione allo sviluppo internazionale
Economia applicata						
Formazione e comunicazione						
Promozione e reti territoriali						
Pianificazione e controllo						
Amministrativa e delle risorse umane						

Figura 22. Struttura organizzativa a matrice di IPI
Fonte: IPI

Chiaramente le Direzioni maggiormente interessanti ai nostri fini sono la Direzione incentivi e strumenti finanziari e la Direzione cooperazione allo sviluppo internazionale, ovvero l'insieme dei dipartimenti creati con l'obiettivo di sostenere il Ministero dello Sviluppo Economico e il Ministero del Commercio Internazionale ad offrire incentivi adeguati alle imprese interessate a rivolgere la propria attività all'estero.

I destinatari principali del complesso delle attività svolte dall'Istituto per la Promozione Industriale sono, come detto, le organizzazioni statali. In tale contesto, come già accennato, un ruolo privilegiato è assunto dai rapporti con il Ministero dello Sviluppo Economico, in ragione della funzione di indirizzo e vigilanza sull'Istituto ad esso attribuite dalla legislazione vigente. Particolarmente importante a riguardo è l'attività di consulenza e il supporto tecnico che IPI svolge a favore di tale Ministero. Altri importanti destinatari dell'azione dell'Istituto sono il Ministero dell'Ambiente e della Tutela del Territorio (MATT), per attività afferenti i programmi comunitari, e il Ministero degli Affari Esteri, su tematiche relative alla cooperazione industriale internazionale. Oltre a questi tre Ministeri, l'attività dell'IPI è indirizzata anche a tutte le altre Amministrazioni Centrali, alle Regioni, agli Enti locali, alle Associazioni imprenditoriali, al sistema Camerale e a quello bancario, alle Amministrazioni dei Paesi partner nonché alle Organizzazioni Comunitarie ed Internazionali, quali la Commissione Europea, l'OCSE e l'UNIDO. È possibile individuare almeno quattro obiettivi strategici di IPI:

- Rispondere alle esigenze della Pubblica Amministrazione italiana e dei Governi delle nazioni partner, per quanto riguarda la progettazione e la gestione di politiche settoriali e territoriali, nonché di altri strumenti volti a sostenere la competitività dei sistemi produttivi italiani (specialmente PMI);
- Intervenire nella progettazione, realizzazione e gestione di programmi e strumenti volti a sostenere lo sviluppo locale e imprenditoriale, nonché a tutelare i consumatori, garantendo l'efficace e trasparente utilizzo delle relative risorse finanziarie;

- Gestire sistemi che favoriscano l'accesso delle imprese all'innovazione, promuovendo la creazione, la razionalizzazione e l'integrazione dei centri di ricerca, favorendo il trasferimento tecnologico e garantendo un'attività formativa in questo senso;
- Operare nell'ambito dei processi multilaterali di cooperazione industriale attivati dagli organismi internazionali e dal Governo italiano.

Dal 2004 IPI partecipa inoltre alle gare internazionali bandite da istituzioni Comunitarie (come la Commissione Europea) e dalle principali istituzioni internazionali (come la Banca Mondiale) che selezionano i loro partner e fornitori attraverso procedure di evidenza pubblica. L'IPI pertanto svolge una costante opera di monitoraggio dei bandi di gara pubblicati dai principali committenti istituzionali internazionali. La partecipazione a gare internazionali per l'affidamento di servizi di assistenza tecnica è una modalità per proporre anche ai ministeri di altri Paesi le attività di supporto tecnico che l'IPI fornisce.

2.8.2 Buonitalia

Buonitalia S.p.a. è stata creata nel 2003 dal Ministero delle Politiche Agricole e Forestali al fine di supportare la promozione, la valorizzazione e l'internazionalizzazione del settore agroalimentare italiano. La sua attività è disciplinata anche dal Decreto Legislativo n. 99 del 2004, secondo cui l'attività societaria deve essere orientata a:

- *promuovere, valorizzare e diffondere la conoscenza del patrimonio agricolo ed agroalimentare italiano nel mondo, attraverso la creazione di un sistema che permetta di coordinare l'attivazione delle politiche promozionali di competenza nazionale;*
- *erogare servizi alle imprese del settore agroalimentare per favorire l'internazionalizzazione dei prodotti italiani;*
- *tutelare le produzioni italiane attraverso la registrazione e la difesa giuridica internazionale dei marchi associati alle produzioni nazionali di origine.*

Le decisioni strategiche di Buonitalia sono prese dai suoi soci, individuabili in ICE, Ismea⁷⁶ ed Unioncamere⁷⁷; pur non essendo azionisti della società, anche il Ministero degli Affari Esteri, il Ministero per lo Sviluppo Economico e le regioni italiane hanno un peso rilevante, rappresentando una sorta di interlocutori operativi.

Anche grazie all'accordo siglato in gennaio, Buonitalia cerca di raggiungere i propri obiettivi collaborando ampiamente con i soggetti pubblici, in modo tale da individuare sinergie che sostengano le esportazioni del sistema agroalimentare italiano. Nonostante tale settore rappresenti senza dubbio uno dei marchi di qualità del Made-in-Italy all'estero, il sistema agroalimentare italiano presenta una modesta vocazione internazionale. Le cause di tale tendenza sono probabilmente da ricercarsi nella storia stessa del settore in Italia, spesso oggetto di ritardi strutturali ed infrastrutturali, che hanno dato vita ad un sistema agricolo ed agroindustriale fortemente differenziato e caratterizzato da contraddizioni, fragilità e debolezze. Così come per il resto dell'industria italiana, anche il settore agroalimentare vede la presenza di numerose PMI, che solitamente non hanno le forze necessarie per entrare nei grandi circuiti

⁷⁶ Istituto di Servizi per il Mercato Agricolo Alimentare.

⁷⁷ Unione Italiana delle Camere di Commercio, Industria, Artigianato e Agricoltura.

di esportazione, se non in un ruolo sussidiario ed occasionale. Tuttavia, soprattutto negli ultimi anni, sono venuti alla ribalta internazionali mercati agricoli⁷⁸ che si adattano alle caratteristiche delle PMI italiane, non richiedendo masse critiche elevate di prodotto. È in queste occasioni che interviene Buonitalia, cercando di mettere in contatto l'azienda con il mercato estero e semplificandole il processo di internazionalizzazione e cercando allo stesso tempo di riorganizzare e razionalizzare la gestione degli strumenti di supporto nazionali all'internazionalizzazione delle imprese agroalimentari.

È in questo ambito che nasce il cosiddetto *contratto per l'internazionalizzazione*, il cui obiettivo primario è quello di aumentare le esportazioni agricole e agroalimentari italiane, consentendo alle imprese interessate all'export di avere un'organizzazione adeguata ed una soddisfacente domanda di servizi. Tale strumento permette di:

- aiutare le imprese ad essere presenti e seguite nei mercati emergenti;
- aiutare le imprese a scegliere i mercati maggiormente interessanti;
- organizzare la raccolta delle adesioni al progetto;
- assistere le imprese nel consorzarsi per singolo mercato di destinazione;
- aiutare i consorzi a preparare un progetto di medio periodo;
- raccogliere i progetti e presentarli alle differenti autorità che emanano i finanziamenti.

Il contratto per l'internazionalizzazione è quindi uno strumento indirizzato sia al breve sia al lungo termine. I servizi ad esso legati infatti da una parte servono ad aiutare l'impresa ad esportare immediatamente in mercati esteri, ma allo stesso tempo Buonitalia mette in atto, tramite l'azione stessa delle imprese aderenti, un'opera di consolidamento del settore agroalimentare del Made-in-Italy di lungo periodo su alcuni mercati emergenti. Una volta individuati i Paesi⁷⁹ in cui effettuare un progetto del genere, questo contratto prevede la costruzione, in tali mercati e ad opera di imprese agricole italiane, di una sorta di piattaforma immateriale stabile. Tale piattaforma è costituita da una serie di servizi di comunicazione, che offrano la possibilità di creare in quel dato mercato una presenza stabile e duratura dell'agroalimentare italiano, facilitando anche le aziende italiane che dovessero esportare in tali Paesi in futuro. Le prime società che collaborano con Buonitalia svolgono quindi un intervento quasi pionieristico, consolidando tutti i servizi necessari affinché per le azioni promozionali e quelle di tutto il Sistema Italia possano trovare un terreno fertile.

Al fine di garantire a tali imprese un supporto adeguato, Buonitalia collabora con altre organizzazioni statali, in modo tale da gestire al meglio il forte potenziale dato dalle diverse tipologie di agevolazioni disponibili. In progetti del genere è infatti abbastanza frequente il supporto concesso da SIMEST tramite finanziamento o quello assicurativo di SACE. Queste collaborazioni servono a fare in modo che anche le PMI, che non possono permettersi di sostenere eccessivi costi, abbiano le risorse e il sostegno adeguato per collaborare con la predisposizione del progetto indicato nel contratto per l'internazionalizzazione.

⁷⁸ Tali mercati sono tipicamente rappresentati da aree metropolitane di nazioni in via di sviluppo.

⁷⁹ Per ciascun mercato verrà preparata una breve scheda indicante i rischi, le potenzialità e gli ostacoli che si incontrerebbero nell'iniziare il progetto.

2.8.3 ENIT (Ente Nazionale Italiano per il Turismo)

Creato nel 1919, l'Ente Nazionale Italiano per il Turismo è lo strumento primario per realizzare le politiche pubbliche di promozione dell'immagine turistica dell'Italia e di supporto alla commercializzazione dei prodotti turistici italiani nel mondo. La promozione internazionale del turismo in Italia viene raggiunta *"adottando iniziative per far conoscere all'estero le risorse turistiche nazionali e regionali e in particolare i valori naturali, ambientali, storici culturali ed artistici del nostro Paese"* e per assistere ed offrire servizi tecnici alle imprese turistiche italiane per la loro penetrazione commerciale sui mercati esteri. Oggetto quindi della promozione e della comunicazione gestita da ENIT sono l'immagine dell'Italia e il complessivo prodotto turistico italiano.

È possibile individuare almeno cinque attività gestite dall'Ente Nazionale Italiano per il Turismo al fine di perseguire i propri scopi istituzionali:

- Elaborazione del Piano Nazionale promozionale triennale e dei relativi piani annuali⁸⁰ al fine di orientare l'offerta turistica nella scelta dei mercati;
- Attività di coordinazione e realizzazione di programmi promozionali con le regioni italiane;
- Assistenza alle imprese turistiche italiane, finalizzata a sostenere la commercializzazione dei prodotti turistici da vendere all'estero e che necessitano di spazi commerciali, sedi espositive, workshop, fiere e manifestazioni del settore;
- Collaborazione con gli uffici della rete diplomatica-consolare e con le altre rappresentanze italiane all'estero, secondo quanto previsto dall'apposito Protocollo d'Intesa;
- Partecipazione con altri enti e società alla promozione del turismo, a garanzia di una maggiore ed economicità della sua azione.

I destinatari dell'azione dell'ENIT sono sostanzialmente di due tipologie:

- Operatori italiani ed esteri del settore, che rappresentano la domanda collettiva;
- Cittadini esteri, che usufruiscono dei servizi turistici in Italia e rappresentano la domanda individuale.

All'interno dei diversi strumenti promozionali e consulenziali che ENIT può offrire, particolare importanza è rappresentata dai Focus Paese. Elaborati dalle ambasciate e dagli uffici ENIT all'estero, tali servizi rappresentano una testimonianza concreta dell'impegno congiunto del Ministero degli Affari Esteri, del Ministero per lo Sviluppo Economico e dell'ENIT per promuovere il turismo in Italia attraverso un profondo lavoro di analisi territoriale. Grazie ad essi, per ciascuna nazione, viene offerto un quadro sintetico della situazione macro-economica, un'analisi quantitativa e qualitativa della domanda di turismo verso l'Italia, nonché progetti di iniziative promozionali per attrarre flussi di turisti verso il nostro Paese.

⁸⁰ Prima di divenire effettivi tali piani devono venire approvati dal Ministero.

2.9 INFORMEST

2.9.1 Dimensione Istituzionale

INFORMEST è un centro di servizi e documentazione per la cooperazione economica internazionale creato nel 1992 e con personalità giuridica dal 2001. Tale Istituto è una struttura pubblica senza scopo di lucro costituita e gestita dalla regione Friuli Venezia Giulia, dalla regione Veneto, dalla regione Trentino Alto Adige, dalla provincia autonoma di Trento, dall'Istituto nazionale per il Commercio Estero (ICE) e dall'Unione Italiana delle Camere di Commercio.

Il fine per cui INFORMEST opera è quello di offrire servizi che permettano alle imprese italiane intenzionate a rivolgere la propria attività all'estero, di raccogliere agevolmente informazioni e documentazioni e di poter usufruire di un servizio di consulenza, formazione e assistenza che consenta un'immediata ed efficace operatività nei Paesi esteri.

L'attività dell'ente si rivolge soprattutto alle piccole-medie imprese operanti nell'area nord orientale dell'Italia con prospettive di sviluppo nei Paesi dell'Est Europa (Balcani ed Europa centro-orientale) e dell'Asia centrale (Cina, Mongolia, Vietnam). Sempre più spesso i suoi servizi vengono però richiesti da aziende operanti in tutte le regioni d'Italia.

INFORMEST è anche sede dell'Euro Info Centre IT388 (EIC IT388), ovvero il centro europeo di informazione, assistenza e consulenza per le PMI, competente per la regione del Friuli Venezia Giulia. L'EIC IT388 appartiene alla rete europea degli Info Centre gestita dalla direzione generale d'impresa della Commissione Europea. La rete EIC è riconosciuta come uno dei più qualificati strumenti a supporto delle PMI per informazione, consulenza e assistenza su politiche dell'Unione Europea e programmi comunitari.

2.9.2 Servizi offerti

INFORMEST opera su tre aree di attività:

- Servizi informativi e innovazione;
- Assistenza e consulenza;
- Progetti di sviluppo.

L'area **Servizi informativi e innovazione** fornisce alle imprese una Business Guide per ogni Paese dell'Europa orientale. Grazie a queste Guide Paese risulta particolarmente agevole raccogliere informazioni in formato elettronico su economia, fisco, diritto, leggi e tutto ciò che è necessario conoscere per poter operare sui mercati esteri di riferimento. La Business Guide è aggiornata costantemente attraverso la rete INFORMEST italiana ed estera e viene fornita agli utilizzatori previa la stipulazione di un abbonamento a pagamento on-line. Tale Guida Paese si struttura in 8 sezioni comprendenti il quadro economico, gli investimenti stranieri, le società e i contratti, il sistema valutario e regime di import-export, il regime fiscale, il lavoro e i costi di produzione, i servizi alle imprese e le fiere ed esposizioni.

L'area **assistenza e consulenza** accompagna l'impresa durante il processo di sviluppo commerciale nei mercati di riferimento e fornisce supporto nella fase di analisi ed avviamento di nuovi investimenti produttivi. Tale area è quella maggiormente dedicata alle imprese e quella caratterizzata dai contenuti maggiormente operativi, finalizzati ad individuare i fabbisogni aziendali e i possibili strumenti di sostegno pubblico, ad offrire supporto alla realizzazione di particolari progetti e a garantire l'assistenza ne-

cessaria durante tutto il processo di internazionalizzazione. Oltre ai tradizionali servizi di valutazione strategica e di supporto operativo al commercio internazionale ed alla cooperazione produttiva, l'Istituto realizza servizi per l'accesso agli strumenti nazionali e comunitari di cofinanziamento dell'internazionalizzazione delle imprese. I servizi volti a sostenere lo sviluppo internazionale dell'impresa comprendono:

- la penetrazione commerciale e lo sviluppo dei mercati;
- il supporto agli investimenti industriali e strumenti di finanziamento;
- l'assistenza fiscale, contabile e giuridica.

Tra le attività tipiche legate alla penetrazione commerciale, grande importanza è rappresentata dalla ricerca ed analisi di potenziali partner esteri per le aziende italiane. Questa analisi viene svolta attraverso la rete di corrispondenti esteri locali di INFORMEST⁸¹ (ovvero da società private o pubbliche di servizi accuratamente selezionate ed attive sul tessuto economico locale) ed ha alla base alcuni criteri di ricerca indicati dall'impresa italiana cliente. Una volta individuati, i potenziali soci vengono contattati ed eventualmente visitati da INFORMEST stessa al fine di proporre loro il progetto di sviluppo in questione. Sempre con riguardo alla penetrazione commerciale e allo sviluppo dei mercati vengono inoltre condotte dall'Ente in collaborazione con i soggetti interessati missioni conoscitive nelle nazioni di interesse, con l'intenzione di avviare le trattative commerciali con i soggetti ritenuti interessanti. In questo modo l'imprenditore potrà usufruire del supporto di interpreti ed altri servizi di segretariato, oltre ad avere la possibilità di incontrare direttamente le Camere di Commercio locali, le Associazioni di categoria, le banche o altre Amministrazioni Pubbliche.

Le attività indirizzate a sostenere gli investimenti industriali comprendono essenzialmente due tipologie di strumenti, la redazione di business plan e gli studi di fattibilità. Attraverso i servizi rivolti al business plan, INFORMEST effettua studi ed analisi di previsione riguardanti gli aspetti economico-finanziari delle operazioni che l'imprenditore intende effettuare, tenendo conto delle specificità dei singoli Paesi (costo del lavoro, struttura concorrenziale, ...). Tramite la redazione di studi di fattibilità per iniziative ed operazioni imprenditoriali, l'Ente collabora invece con professionisti italiani e locali, allo scopo di avere informazioni su tematiche giuridiche, economico-finanziarie, di mercato o tecniche.

All'interno della consulenza offerta inoltre, INFORMEST aiuta l'imprenditore ad individuare le agevolazioni e i sostegni nazionali e comunitari di cui potrebbe usufruire. La consulenza può riguardare per esempio problematiche contrattuali, giuridiche, amministrative, commerciali o fiscali, il tutto anche attraverso la collaborazione con professionisti specializzati italiani ed esteri. INFORMEST fornisce inoltre tutto il supporto necessario per la predisposizione della documentazione e la redazione delle domande per l'ammissione ad agevolazioni, contributi e finanziamenti erogati a livello nazionale e comunitario.

INFORMEST è promotore e partner di **progetti di sviluppo** e di cooperazione economica in ambito internazionale, nel quadro di programmi europei o nazionali di sviluppo dei rapporti commerciali ed economici con i Paesi dell'Est. L'Istituto quindi realizza iniziative di carattere orizzontale in particolare per la promozione della collaborazione industriale transnazionale e nella formazione, per beneficiari sia esteri che nazionali. Per la partecipazione a progetti di cooperazione e gare d'appalto internazionali, INFORMEST è dotata di una propria unità operativa autonoma.

⁸¹ Attualmente sono attivi oltre 50 corrispondenti su 25 Paesi.

2.9.3 Interventi effettuati

INFORMEST realizza i servizi alle imprese in stretta collaborazione con partners operativi, commercialisti e studi legali aventi sede nei Paesi dell'Est Europa.

I maggiori interventi sono stati effettuati a vantaggio di imprese con sede in Veneto (46%) e Friuli Venezia Giulia (21%) che avevano la necessità di svilupparsi nei mercati della Federazione Russa (12,44%), della Romania (11,94%) e della Serbia e Montenegro (11,44%) [Tabella 25, Tabella 26 e Figura 23].

Tabella 25. Interventi per Paese

PAESE D'ESECUZIONE	2003	2004	2005	Incarichi / Interventi	%	Incarichi / Interventi
	%	Incarichi / Interventi	%			
Albania	0,55%	1	-	-	0,50%	1
Azerbaijan	-	-	-	-	0,50%	1
Bielorussia	-	-	-	-	0,50%	1
Bosnia Erzegovina	4,97%	9	4,09%	7	2,99%	6
Bulgaria	1,66%	3	4,09%	7	3,98%	8
Cina	1,66%	3	1,75%	3	1,49%	3
Croazia	9,39%	17	8,77%	15	6,47%	13
Estonia	0,55%	1	1,17%	2	1,49%	3
Lettonia	0,55%	1	1,17%	2	1,00%	2
Lituania	-	-	1,17%	2	1,00%	2
Macedonia	-	-	0,58%	1	0,50%	1
Moldavia	-	-	0,58%	1	0,50%	1
Polonia	3,87%	7	5,26%	9	8,46%	17
Repubblica Ceca	13,26%	24	7,02%	12	1,99%	4
Romania	12,15%	22	8,19%	14	11,94%	24
Federazione Russa	11,05%	20	13,45%	23	12,44%	25
Serbia e Montenegro	7,73%	14	10,53%	18	11,44%	23
Slovacchia	7,73%	14	4,68%	8	4,48%	9
Slovenia	3,31%	6	9,36%	16	10,45%	21
Ucraina	2,76%	5	9,94%	17	10,95%	22
Ungheria	4,97%	9	5,26%	9	6,47%	13
Altri Paesi	13,81%	25	2,92%	5	0,50%	1
TOTALE DIRETTI	100%	181	100%	171	100%	201
Interventi seminariali/Fondi strutturali						18
Partecipanti eventi di match-making				15		21
TOTALE		181		186		240

Fonte INFORMES

Interventi Informest per Paese

2005

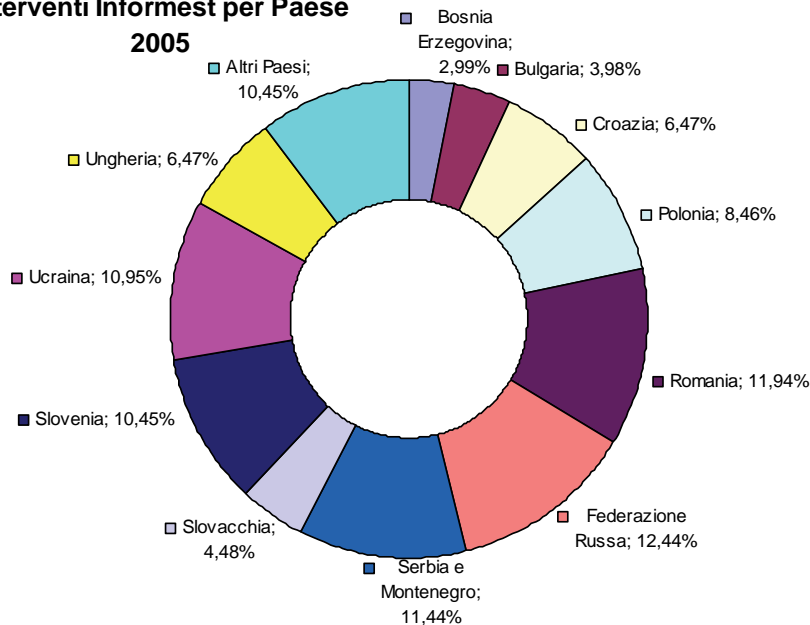


Figura 23. Interventi INFORMEST per paese
Fonte: INFORMEST

2.10 FINEST

2.10.1 Dimensione Istituzionale

FINEST S.p.a. è una finanziaria nata per supportare gli imprenditori del Friuli Venezia Giulia, del Trentino Alto Adige e del Veneto interessati a cogliere le opportunità presenti nei Paesi dell'Europa centro-orientale e dell'Ex Unione Sovietica. Creata nel 1991, operativa dal 1993 e partecipata al 100% da capitale italiano, i suoi principali azionisti sono le tre regioni citate alle quali si aggiungono la Provincia autonoma di Trento, la SIMEST S.p.a. e 17 Istituti di credito in prevalenza del nord-est. L'Istituto si propone di agevolare l'internazionalizzazione delle piccole-medie imprese italiane favorendo la nascita e lo sviluppo di iniziative di collaborazione commerciale e industriale con i Paesi dell'est Europa, finanziando ed entrando come partecipante nel capitale di aziende attive nel processo di sviluppo all'estero del proprio business, fornendo servizi di consulenza per la scelta dei migliori strumenti del Sistema Italia che aiutino l'imprenditoria ad orientarsi all'ingresso nei nuovi mercati e svolgendo un'attività di assistenza tecnica, amministrativa ed organizzativa nelle iniziative partecipate o finanziate.

In definitiva si può quindi riassumere che possono beneficiare dei servizi offerti da FINEST le imprese del Triveneto (o con una stabile organizzazione nel territorio di uno Stato membro della Comunità Europea ma controllate da aziende residenti nel Triveneto stesso) che hanno intenzione di creare o ampliare una società mista, di creare o ampliare una società a capitale italiano al 100% o di avviare rapporti di collaborazione industriali o commerciali con l'Est Europa. L'intervento dell'Istituto è rivolto a questa tipologia di imprese (specialmente PMI), a prescindere dal settore in cui esse operano, purché l'attività non sia di carattere puramente finanziario.

2.10.2 Servizi offerti

La FINEST propone una serie di servizi per le imprese dell'Italia nord-orientale che intendano avviare progetti di internazionalizzazione. Il core business dell'Istituto è costituito principalmente da tre tipologie di attività:

- Partecipazioni;
- Finanziamenti;
- Accesso ai contributi in conto interessi in base alla Legge 100/90.

Grazie alla **partecipazione** di FINEST S.p.A., le imprese possono usufruire di un vantaggio derivante dal fatto che arrivano ad avere un socio che rappresenta il "Sistema Italia" e ad avere fondi a lungo termine per la società estera, a condizioni competitive. Le aziende che ricorrono a questo tipo di servizio assorbono un sistema di conoscenze e know how relative ai mercati dell'Europa dell'Est che permette di orientare le scelte e di massimizzare i profitti col fine ultimo di consolidare la presenza dell'imprenditore in queste realtà.

FINEST entra in partecipazione in quota minoritaria che tende a non superare il 25% per un periodo massimo di 8 anni. Solo nel caso in cui l'operazione preveda la partecipazione congiunta di SIMEST e di FINEST, il limite di partecipazione complessivo è esteso al 40%. In presenza di condizioni particolari la partecipazione può arrivare sino al 49% anche per una durata superiore:

- al fine di favorire l'internazionalizzazione delle PMI entro il limite massimo di 260.000 euro per singola partecipazione;

Tabella 26. Interventi per Regione (percentuale)

Regione	2003	2004	2005
Friuli Venezia Giulia	27%	29%	21%
Veneto	48%	43%	46%
Trentino Alto Adige	2%	2%	1%
Emilia Romagna	4%	5%	4%
Lombardia	4%	6%	6%
Marche	7%	-	2%
Toscana	-	-	4%
Lazio	-	-	3%
Campania	-	-	3%
Puglia	-	-	3%
Altre	8%	15%	7%
	100%	100%	100%

Fonte INFORMEST

- al fine di favorire investimenti italiani in Paesi di interesse strategico per l'Italia;
- al fine di favorire la partecipazione di imprese italiane nel processo di privatizzazione.

Se FINEST utilizza le proprie risorse unitamente a fondi affidati in gestione da terzi (regioni, enti territoriali,...) non viene applicato il limite massimo ordinario di partecipazione. La partecipazione pubblica complessiva non potrà comunque mai superare il 49% del capitale o del fondo sociale di ciascuna azienda partecipata all'estero. Il limite del 25% viene invece mantenuto nel caso in cui la partecipazione abbia ad oggetto una società strumentale per la gestione dei fondi stessi.

Esistono inoltre alcune deroghe al limite massimo finanziabile di 8 anni:

- Qualora la partecipazione abbia lo scopo di creare e sviluppare parchi industriali e distretti industriali/commerciali, FINEST può mantenere la partecipazione fino ad un massimo di 12 anni, ma dovrà cederla nel momento in cui dovessero essere raggiunti gli obiettivi del progetto;
- Possono essere effettuate partecipazioni superiori agli 8 anni qualora sussistano interventi anche da parte di FINEST o di Istituzioni finanziarie internazionali (BERS, Banca Mondiale, BEI, ...);
- I termini possono essere portati fino a 15 anni nel caso in cui la partecipata da FINEST realizzi opere infrastrutturali di carattere strategico.

Normalmente l'imprenditore italiano deve fare richiesta di riacquistare la quota partecipativa di FINEST entro il limite degli 8 anni.

L'Ente assume partecipazione attraverso fondi costituiti al fine di intervenire ognuno su una determinata area geografica; attualmente esistono sei tipi di fondi⁸²:

- il fondo **BALCANI** (fondo rotativo finalizzato a sostenere gli investimenti in Paesi appartenenti all'area balcanica);
- i fondi **STRUTTURALI** (volti al rafforzamento e allo sviluppo della coesione economica e sociale dei Paesi appena entrati nell'Unione Europea; le Nazioni interessate sono Repubblica Ceca, Polonia, Ungheria, Lituania, Slovenia, Estonia, Lettonia e Repubblica Slovacca);
- il fondo **JUGOSLAVIA** (fondo rotativo rivolto a sostenere gli investimenti in Albania, Serbia e Montenegro, Bosnia Erzegovina, Macedonia, Bulgaria e Romania);
- il fondo **RUSSIA-UCRAINA** (fondo rotativo finalizzato a sostenere gli investimenti nella Federazione Russa, in Ucraina, in Moldavia, in Armenia, in Azerbaijan e in Georgia);
- il fondo **CINA**;
- il fondo **MEDITERRANEO** (fondo rotativo finalizzato a sostenere gli investimenti nei Paesi che si affacciano sul Mediterraneo e nei Paesi che confinano con l'Iraq; comprende quindi Nazioni come Turchia, Libia, Egitto, Tunisia, Algeria, Marocco, Israele, territori palestinesi, ...).

⁸² Chiaramente i fondi qui considerati sono gli stessi gestiti da SIMEST e descritti nel rispettivo paragrafo.

Oltre alla propria partecipazione societaria l'Istituto può disegnare un quadro completo di **finanziamento**, completando ed integrando gli strumenti più adatti messi a disposizione dal mercato, dagli organismi finanziari nazionale e dal Ministero Commercio Internazionale.

I finanziamenti possono venire suddivisi in due tipologie:

- finanziamento alla società estera fino al 25% dell'impegno finanziario della nuova società;
- finanziamento dell'azienda italiana per l'accordo di collaborazione con un partner locale fino al 25% della necessità finanziaria generale nell'azienda italiana del contratto pluriennale di collaborazione.

Come per le partecipazioni anche per questi tipi di finanziamento la durata massima è di 8 anni, rimanendo validi i casi eccezionali in cui può venire concessa una proroga.

La partecipazione di FINEST consente all'impresa italiana proponente l'investimento di beneficiare dell'**agevolazione prevista dalla legge 100/90**. Tale beneficio è costituito da un contributo in conto interessi a fronte di un finanziamento ordinario erogato alla società italiana da un Istituto di credito. Al massimo è possibile agevolare il 90% del valore in euro della quota di partecipazione italiana al capitale dell'impresa estera fino al 51% del capitale di quest'ultima. Se quindi la quota di partecipazione superasse il 51% potrebbe venire agevolata solo la parte che rappresenta il 90% del 51% del capitale dell'impresa estera. Esistono inoltre due ulteriori limiti assoluti alla concessione del beneficio: l'importo massimo concedibile per l'agevolazione di un'impresa risulta essere pari a 40 milioni di euro l'anno, mentre quello ammesso per l'agevolazione di un gruppo economico è 80 milioni di euro l'anno. Il tasso di contribuzione è fisso per tutta la durata dell'agevolazione ed è pari al 50% del tasso di riferimento previsto dal Decreto del Presidente della Repubblica 902/76 vigente alla data di stipula del contratto di finanziamento (al marzo '06 il contributo agli interessi era pari a 2,175%, mentre in febbraio '06 era pari a 2,20%). L'agevolazione del finanziamento bancario è concessa per un periodo massimo di otto anni a partire dalla prima erogazione, tenuto conto di un periodo di pre-ammortamento di tre anni.

Presso la sede della FINEST S.p.A. a Pordenone è stato costituito lo sportello regionale per l'internazionalizzazione del sistema delle imprese (SPRINT) a cui prendono parte ICE, SACE, SIMEST, INFORMEST e FRIULIA. Esso costituisce un'unità di decentramento operativo che si articola a livello provinciale. Anche attraverso tale organismo, Finest offre servizi che vanno oltre la logica puramente finanziaria. Lo sportello ha il compito di agevolare l'accesso degli operatori ai servizi promozionali, assicurativi e finanziari. L'Istituto mette infatti a disposizione delle aziende interessate la propria esperienza per offrire la necessaria **assistenza tecnica e consulenza** nell'elaborazione di previsioni economico-finanziarie dei progetti di investimento all'estero e nella gestione degli aspetti giuridico-contrattuali che regolano i rapporti fra i partners. I servizi di assistenza tecnica offerti dall'Ente hanno l'obiettivo di aiutare le imprese nell'attività di individuazione e promozione di nuovi sbocchi commerciali, analisi dei rischi, valutazione dei progetti e sviluppo di business plan. SPRINT ha inoltre il compito di agevolare e fornire **supporto assicurativo** e di coordinare l'utilizzo dei finanziamenti erogati dalla Comunità Europea, dal Governo italiano e dai singoli Enti locali, a favore dell'internazionalizzazione. Con riferimento all'attività di orientamento nella ricerca di copertura assicurativa è particolarmente importante l'affiancamento a FINEST da parte di SACE, la cui attività core è precisamente quella di assicurazione e riassicurazione dei rischi di natura politica, economica e commerciale.

A partire dal 1993 FINEST ha sostenuto 301 azioni di partecipazione e finanziamento per un esborso totale di circa 130,2 milioni di euro, il tutto a beneficio di imprenditori del Nord Est interessati a sviluppare la propria attività in mercati esteri. Le aziende a cui l'Istituto si è rivolto appartengono a settori mol-

to disparati e sono costituite per la quasi totalità da piccole e medie imprese.

Attualmente l'Istituto opera in 27 Paesi dell'Europa Centro-Orientale e Balcanica, della Russia e in alcuni Paesi Asiatici. Queste nazioni rappresentano un mercato di oltre 410 milioni di abitanti, distribuiti su una superficie pari a 23,5 milioni di chilometri quadrati. Gli Stati verso a cui FINEST si è rivolta sono normalmente Paesi in condizioni economiche non brillanti, spesso stagnanti; nonostante questo si rilevi come nel 2004 la crescita media del PIL di queste nazioni è cresciuta del 4,99% rispetto all'anno precedente. Gli investimenti più importanti sono stati effettuati in Croazia e in Romania, che rappresentano rispettivamente il 23,88% e il 22,51% del totale degli investimenti effettuati da FINEST [Tabella 27].

Tabella 27. Investimenti effettuati da FINEST

Paese	Dati	Impegno	%	Investimento complessivo
Albania	n. operazioni Euro impegnati	2 807.039	0,63%	1.600.000
Bosnia	n. operazioni Euro impegnati	7 1.350.384	1,05%	10.374.569
Bulgaria	n. operazioni Euro impegnati	10 2.832.729	2,21%	26.687.420
Croazia	n. operazioni Euro impegnati	41 30.584.668	23,88%	167.100.353
Moldavia	n. operazioni Euro impegnati	1 150.000	0,12%	367.167
PECO	n. operazioni Euro impegnati	8 5.096.638	3,98%	
Polonia	n. operazioni Euro impegnati	21 8.623.175	6,73%	34.294.984
Rep. Ceca	n. operazioni Euro impegnati	12 4.702.553	3,67%	21.598.245
Romania	n. operazioni Euro impegnati	85 28.825.735	22,51%	130.514.717
Russia	n. operazioni Euro impegnati	21 12.460.954	9,73%	62.935.187
Serbia	n. operazioni Euro impegnati	12 2.309.145	1,80%	6.533.000
Slovacchia	n. operazioni Euro impegnati	19 7.538.333	5,89%	19.547.019
Slovenia	n. operazioni Euro impegnati	22 9.647.651	7,53%	49.260.503
Ucraina	n. operazioni Euro impegnati	1 94.270	0,07%	815.000
Ungheria	n. operazioni Euro impegnati	25 13.044.582	10,19%	51.704.378
N. Totale		287	100,00%	583.332.542
Euro impegnati Totale			128.067.856	
Fonte FINEST				

2.11 MATRICE ISTITUTI – PRODOTTI

2.11.1 Istituti a sostegno dell'Internazionalizzazione

Tabella 28

Ente	Area geografica d'intervento	
	in Italia	all'estero
ICE	Tutta Italia	104 uffici in tutto il mondo
Natura dei servizi offerti		
Supporto promozionale, agevolativo e di sviluppo all'internazionalizzazione delle PMI: – Organizzazione di eventi promozionali e collaborazione industriale; – Assistenza personalizzata alle imprese; – Monitoraggio e diffusione di informazioni sui mercati esteri; – Attività di formazione per l'internazionalizzazione.		
Shareholders		
Ente pubblico in stretta relazione con il Ministero dello Sviluppo Economico.		
SIMEST	Tutta Italia	Per gli scambi commerciali opera con i Paesi extraeuropei, eccezion fatta per il sostegno ai crediti d'esportazione che vengono concessi anche a favore dei Paesi Europei; negli investimenti interviene verso tutti i Paesi extraeuropei
Natura dei servizi offerti		
Promozione e sviluppo delle attività delle imprese italiane all'estero, mediante assistenza e strumenti finanziari diversificati: – Acquisizione di partecipazioni in società estere extraeuropee controllate da società italiane; – Partecipazione a joint ventures e investimenti all'estero; – Agevolazione di crediti all'esportazione; – Finanziamento progetti e studi di fattibilità; – Consulenza.		
Shareholders		
Il Ministero Commercio Internazionale (76%), Mediocredito Centrale (9,95%), mentre il restante 14,05% è posseduto da banche (Sanpaolo IMI, Capitalia, ...), imprese (ENI Spa, ...), associazioni imprenditoriali (Confindustria, Federexport, ...) e di categoria (Unioni e Associazioni degli industriali).		
SACE	Tutta Italia	Estero in generale
Natura dei servizi offerti		
Servizi assicurativi per le PMI che possono coprirsi dal rischio politico in modo più favorevole di quanto potrebbero fare ricorrendo semplicemente al mercato.		
Shareholders		
Controllato totalmente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze. La gestione finanziaria è soggetta ai controlli della Corte dei Conti.		

(segue)

Ente	Area geografica d'intervento	
	in Italia	all'estero
SVILUPPO ITALIA	Tutta Italia	Estero in generale
Natura dei servizi offerti		
Strumenti a sostegno della diffusione e accelerazione dello sviluppo produttivo ed imprenditoriale italiano: Finanziamenti, acquisizione di partecipazioni, consulenza e supporto alle aziende che intendono investire all'estero		
Shareholders		
Sviluppo Italia è un'organizzazione statale e le decisioni strategiche che la riguardano sono prese dalla Presidenza del Consiglio, dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, dal Ministero per lo Sviluppo Economico e dal Ministero delle Politiche Agricole e Forestali.		
IPI	Le sedi sono in 8 regioni italiane, ma i servizi sono rivolti a tutte le aziende d'Italia	Si rivolge specialmente ai Paesi di nuova adesione UE, ai Paesi partner del Mediterraneo, ad alcuni Paesi asiatici, all'Argentina, ...
Natura dei servizi offerti		
Consulenza, promozione, assistenza e gestione di programmi volti all'internazionalizzazione		
Shareholders		
La compagine associativa è composta dal Ministero Commercio Estero (socio di maggioranza), da Confindustria, Confapi, Confartigianato, CNA, Confcommercio, Confesercenti, Unioncamere, ABI, Mediocredito e Sfirs.		
BUONITALIA	Imprese di tutta Italia operanti nel settore alimentare ed agroalimentare	Estero in generale
Natura dei servizi offerti		
Servizi diretti al sostenimento delle aziende agroalimentari italiane che intendono rivolgere la propria attività all'estero.		
Shareholders		
Gli azionisti sono ICE, Ismea ed Unioncamere, ma anche il Ministero degli Affari Esteri, il Ministero per lo Sviluppo Economico e le regioni italiane hanno un peso rilevante, rappresentando una sorta di interlocutori operativi.		
ENIT	Si rivolge a tutte le società italiane che operano nel settore turistico	Estero in generale
Natura dei servizi offerti		
Servizi di consulenza e sostegno dell'internazionalizzazione per le imprese operanti nel settore turistico, con una crescente valorizzazione del patrimonio ambientale, culturale e artistico italiano.		
Shareholders		
Ente pubblico		
INFORMEST	Nord-est, in particolare Friuli, Veneto e Trentino	Paesi dell'Europa centro-orientale e dell'Asia centrale (Cina, Mongolia, Vietnam)

Natura dei servizi offerti		
Offerta di servizi informativi, documentazione, assistenza e consulenza alle PMI		
Shareholders		
Regione Veneto, Regione Friuli, Regione Trentino, Provincia di Trento, ICE, Unioncamere,		
FINEST	Nord-est, in particolare Friuli, Veneto e Trentino	Paesi dell'Europa centro-orientale ed ex Unione Sovietica
Natura dei servizi offerti		
Acquisizione di partecipazioni, finanziamento a j.v., accordi di collaborazione di natura industriale e commerciale, assistenza tecnica e amministrativa nelle iniziative finanziate o partecipate, gestione di fondi legati a progetti di sviluppo internazionale		
Shareholders		
Regione Friuli-FRIULIA Spa (73,232%), Regione Veneto (12,683%), Società Regionale Veneto Sviluppo Spa (7,754%) SIMEST (3,916%), Provincia di Trento (1,175%)		
Fonte personale		

2.11.2 Istituti finanziatori

Tabella 29

ISTITUTO FINANZIATORE**SIMEST****Area d'intervento**

- Acquisizione di partecipazioni in società italiane che operano investimenti diretti all'estero;
- Partecipazione a investimenti o joint venture all'estero promossi da soggetti italiani;
- Partecipazione a società italiane con finalità strumentali alla promozione e allo sviluppo di iniziative commerciali con l'estero;
- Consulenza e assistenza tecnica per le PMI in tutte le fasi del processo di internazionalizzazione.

Strumenti adottati

- Sottoscrizione fino al 25% del capitale sociale delle imprese estere partecipate da società italiane;
- Agevolazione dei crediti all'esportazione, concedendo un contributo agli interessi sui crediti accordati dagli esportatori italiani ai loro clienti esteri;
- Gestione, insieme al Ministero Commercio Estero, di Fondi di Venture Capital in aree di interesse strategico (Russia, Medio Oriente, Africa, Mediterraneo, Balcani e Cina);
- Finanziamento di studi di fattibilità, programmi di penetrazione commerciale e spese di partecipazione a gare internazionali.

SACE**Area d'intervento**

- Copertura del rischio politico, commerciale, catastrofico, economico e di cambio, attraverso l'offerta di garanzie, assicurazioni, riassicurazioni e coassicurazioni.

Strumenti adottati

- Prodotti bancari: Polizza credito acquirente, Polizza fidejussioni, Conferme credito documentario;
- Prodotti aziendali: Polizza credito fornitore, Polizza lavori, Polizza investimenti, Polizza leasing;
- Prodotti globali: Garanzia capitale circolante, Credit enhancement.

FINEST**Area d'intervento**

- Acquisizione partecipazioni;
- Emissione Finanziamenti;
- Accesso ai contributi in conto interessi in base alla legge 100/90.

Strumenti adottati

- La partecipazione normalmente non supera il 25% e non va oltre gli 8 anni; esistono delle deroghe (ad esempio qualora ci sia una partecipazione anche di Simest la quota totale può crescere allora fino al 40%); l'assunzione delle partecipazioni avviene anche tramite la partecipazione a fondi appositamente creati.
- finanziamento alla società estera fino al 25% dell'impegno finanziario della nuova società;
- finanziamento dell'azienda italiana per l'accordo di collaborazione con un partner locale fino al 25% della necessità finanziaria generale nell'azienda italiana del contratto pluriennale di collaborazione.
- Consiste in un contributo in conto interessi a fronte di un finanziamento ordinario erogato alla società italiana da un Istituto di credito. Al massimo è possibile agevolare il 90% del valore in euro della quota di partecipazione italiana al capitale dell'impresa fino al 51% del capitale di quest'ultima.

MINISTERO DELLE ATTIVITA' PRODUTTIVE – Area per l'Internazionalizzazione**Area d'intervento**

- Acquisizione di partecipazioni (autonomamente o tramite altri Istituti), finanziamenti, attività promozionali, ...

Strumenti adottati

- Contributi agli interessi;
- Finanziamenti a tasso agevolato;
- Legge 84/2001 (volta a sostenere la ricostruzione, stabilizzazione e lo sviluppo dell'area balcanica);
- Creazione e partecipazione a fondi a sostegno delle imprese italiane all'estero.

Fonte: personale

CAPITOLO 3. CASI DI SUCCESSO (di L.L. Etro, O. Pettinato)

In questo capitolo verranno presentati e descritti alcuni interventi realmente effettuati negli anni recenti dalla SIMEST, al fine di mostrare e rendere ancor più chiare le modalità attraverso cui opera la Società.

Per ogni caso affrontato viene fornita una descrizione del soggetto promotore dell'investimento, del tipo di investimento portato a termine, delle motivazioni strategiche alla base dello stesso e una sintesi sui rapporti instauratisi tra l'impresa italiana e SIMEST. I tre casi sono rivolti a tre differenti aree di investimento: Stati Uniti d'America per quanto riguarda la Tecnocap S.p.A., Nord Africa per la Colacem S.p.A. e Europa dell'est per quel che concerne l'investimento del Gruppo SOL.

3.1 Tecnocap S.p.A. (SIMEST)

3.1.1 Descrizione del partner italiano

La TECNOCAP S.p.A., costituita nel 1993 a Cava de' Tirreni (SA), è la holding industriale di un gruppo di aziende attivo nella produzione di chiusure metalliche per imballaggi di metallo, vetro e plastica.

Le chiusure prodotte sono del tipo a capsula twist, realizzate in banda stagnata e sono principalmente destinate al settore agroalimentare. Il gruppo è inoltre attivo nella progettazione, produzione, vendita e locazione di macchinari e impianti per la realizzazione e l'utilizzo delle suddette chiusure. Il processo produttivo vede l'impiego di materie prime specifiche: banda stagnata litografata e/o verniciata, mastice ed imballaggi. La banda stagnata viene acquistata in fogli che, prima di essere avviati alla produzione per essere trasformati in capsule, vengono litografati e/o verniciati presso la società collegata Me.De.A. S.p.A. sulla base di specifiche del cliente. Il mastice viene preparato con l'impiego di diversi prodotti in appositi miscelatori e successivamente stoccato fino all'utilizzo. La produzione del mastice è un processo interno all'azienda e consente la personalizzazione del prodotto, garantendo alti standard di sicurezza e affidabilità.

TECNOCAP ha realizzato nel 2005 un fatturato di 25,7 euro/ML e un giro d'affari consolidato di 45,6 euro/ML, che la porta ad essere il quarto produttore europeo di chiusure metalliche per imballaggi. Tale fatturato deriva per il 71% da vendite sui mercati esteri, principalmente europei (Repubblica Ceca 13%, Germania 12%, Olanda e Ucraina 7%, Spagna 6%, Francia 5%). Il portafoglio clienti è rappresentato da oltre 250 nominativi e fra questi figurano multinazionali del settore alimentare. La società lavora su commessa sulla base di contratti di fornitura *just in time*.

Le attività di R&S intraprese dall'azienda fino ad oggi hanno riguardato lo sviluppo di macchine formatrici rotanti per capsule multistampi, lo sviluppo di trasportatori di capsule, stampi per pressa, l'avanzamento elettronico delle linee di taglio, il processo di masticatura con comando elettronico e lo sviluppo di mastici per trattamenti di sterilizzazione ed altra sollecitazione.

Fanno parte del gruppo Tecnocap, oltre alla holding, società operative e commerciali in Spagna, Rep. Ceca, Moldavia ed Ucraina.

3.1.2 Progetto d'investimento

L'investimento effettuato dalla Tecnocap con l'intervento di SIMEST ha riguardato l'acquisizione della società americana Penn-Wheeling Acquisition Company LLC (PWC), per mezzo della società di scopo Tecnocap Acquisition Company Co., costituita nel Delaware (USA).

PWC, con sede legale nel Delaware, svolge la propria attività nelle due sedi operative Penn-Wheeling Closure, per la produzione di chiusure di metallo, e Warren Lithography, per la stampa e litografia su metallo. Soci della PWC al momento dell'acquisto da parte di Tecnocap erano fondi di investimento americani e il management dell'azienda. La società italiana ha rilevato le quote in possesso dei fondi di investimento.

PWC ha realizzato nel 2004 un fatturato di 30 USD/ML, di cui il 9% all'estero (6% in Canada e 3% in Europa). A giugno 2005, la società aveva un organico di 213 unità, di cui 42 fissi (5 senior managers, 18 in produzione, 10 nelle vendite, 7 nella finanza e contabilità e 2 in amministrazione) e 171 operai stagionali.

PWC è leader statunitense (quota del 70%) nella nicchia di settore costituita dai tappi di metallo *a vite* (*continuous thread*), caratterizzata da volumi ridotti e margini maggiori rispetto a quelli delle *capsule twist off*. La società produce chiusure di dimensioni dai 15 mm ai 120 mm, utilizzando diversi mezzi sigillanti:

- guarnizione in carta, impiegata tipicamente nell'industria farmaceutica;
- guarnizione in plastisol, impiegata per utilizzi nel settore alimentare, garantisce una chiusura ermetica;
- guarnizione *Unishell*[®]: caratterizzata da lati exteriori lisci, garantisce al tappo un aspetto esteticamente più attraente ed è applicata principalmente nel settore dei cosmetici e prodotti per la cura personale.

L'azienda produce inoltre capsule twist off *Veriseal* e distribuisce altri tipi di capsule twist off prodotte da un terzo fornitore sul mercato americano.

Negli ultimi anni la Penn-Wheeling ha investito nell'innovazione dei propri prodotti, sviluppando nuove linee di chiusure, quali le chiusure *capPlug*[®] derivate dalla *Unishell*[®], ideali per contenitori di vetro filettati per candele, le chiusure *Saf-Lok*[®] *Child Resistant Closures* (CRC) e *Pharma*[®] *Child Resistant Closures* (CRC), costituite da un tappo di metallo con una chiusura di plastica che offre una totale barriera all'ossigeno (per applicazioni nell'industria farmaceutica) e le chiusure *Vin-Guard*[®] sviluppate appositamente per il settore dei vini e dei liquori.

I settori principali nei quali sono applicati i prodotti Penn-Wheeling sono l'alimentare (48,9%;), il farmaceutico (19,6%) e quello dei cosmetici e della cura personale (18,5%). L'azienda rifornisce 106 distributori (57% del fatturato), presenti capillarmente sul territorio americano e parte di quello canadese, e clienti finali (43% del fatturato), tipicamente leader di mercato nel settore alimentare, farmaceutico, del vino e altri prodotti di nicchia.

3.1.3 Motivazioni strategiche

L'acquisizione della PWC si inquadra nella strategia di internazionalizzare e crescere tramite acquisizioni esterne, intrapresa da Tecnocap negli anni recenti, attraverso i precedenti investimenti in Spagna, Repubblica Ceca, Moldavia e Ucraina.

L'acquisizione di società già operanti ha permesso alla Tecnocap di penetrare nuovi mercati superando difficili barriere all'ingresso, di seguire i clienti multinazionali nei loro piani di espansione e di av-

viare un processo di consolidamento e di crescita attraverso nuovi insediamenti. In particolare le acquisizioni di società dell'Europa dell'Est hanno offerto al gruppo la possibilità di sfruttare molteplici sinergie industriali in termini di competitività e risparmi economici.

Considerando il progetto PWC nella sua specificità, l'acquisizione permetterà al gruppo Tecnocap di penetrare in maniera diretta un nuovo mercato con una società già affermata, leader di settore nella produzione di tappi a vite (settore complementare a quello delle capsule twist off) e dotata di senior managers con un'esperienza media ventennale. Tecnocap potrà così estendere la commercializzazione dei propri prodotti negli USA (mercato per il quale si stima un tasso di crescita pari al 6% medio annuo e la cui situazione di oligopolio rende i prezzi particolarmente attrattivi), attraverso la capillare rete distributiva della società americana.

Obiettivo della Tecnocap è inoltre quello di sviluppare ulteriormente le produzioni della Penn-Wheeling, che si è già distinta negli ultimi anni per una crescita organica e continua, spinta dall'introduzione di prodotti innovativi per design e *concept*, destinati a compensare il fatturato perso dalle migrazioni di alcuni clienti dai tappi di metallo ai tappi in plastica.

3.1.4 Rapporto con SIMEST

Tecnocap ha avuto un primo contatto con SIMEST nel 2004, in occasione dell'operazione di acquisizione della Obal Rozcos Sro in Repubblica Ceca, successivamente realizzata senza l'intervento di SIMEST a causa dell'ingresso del Paese nell'Unione Europea.

Le motivazioni che hanno spinto Tecnocap a preferire SIMEST ad altri istituti finanziari in occasione del progetto di acquisizione della Penn-Wheeling Acquisition Company LLC (PWC) sono le seguenti: SIMEST opera in una modalità intermedia fra quella del credito tradizionale e quella dei fondi di Private Equity di matrice anglosassone, estremamente valida per supportare le strategie di internazionalizzazione delle PMI italiane. L'intervento SIMEST è inoltre affiancato dal contributo in conto interesse sul finanziamento della quota di partecipazione del partner italiano, previsto dalla Legge 100/90; è un operatore finanziario specializzato in investimenti al di fuori dell'Unione Europea e possiede una vasta esperienza in acquisizione di imprese estere, che mette a disposizione delle imprese clienti; dispone di personale qualificato ed opera con rapidità ed efficacia in risposta alle esigenze delle imprese.

3.2 COLACEM S.p.A. (SIMEST)

3.2.1 Descrizione del partner italiano

Il partner italiano dell'iniziativa è la Colacem Spa con sede in Gubbio (PG), operante nel settore dei leganti idraulici. La società fa capo alla Famiglia Colaiacovo tramite la holding Financo (in allegato schema del Gruppo), ed opera nel settore cementizio dagli anni '50, il Gruppo risulta essere uno dei leader italiani del settore insieme a Italcementi e Gruppo Buzzi-Unicem.

Fatturato 2005 superiore a 658 Euro/ML, con un cash-flow di 111 Euro/ML (pari al 17% del fatturato) ed un utile d'esercizio di circa 2 Euro/ML.

La società opera in nove stabilimenti, in particolare detiene in Italia 7 impianti a ciclo completo e 2 impianti di macinazione, con una capacità produttiva di 8,9 milioni di tonnellate.

È presente su tutto il territorio nazionale e nei mercati internazionali ed in particolare nel Bacino del Mediterraneo, Nord Africa e nel Centro America.

Il gruppo FINANCO, con sede in Gubbio (PG), detiene gli interi pacchetti azionari delle società che operano nei seguenti settori:

- leganti idraulici (Colacem)
- calcestruzzi ed aggregati (Colabeton)
- trasporti (Tracem, Imba, TMM, Cat Transport)
- attività varie tra le quali: la struttura ricettiva del Park Hotel Ai Cappuccini di Gubbio, l'autodromo Santamonica di Misano Adriatico, l'azienda agraria e agrituristica Poggiovalle.

Nell'aprile 2000 Colacem si è aggiudicata una gara internazionale per la privatizzazione della C.A.T. SA (partecipata da SIMEST), società tunisina proprietaria di un impianto per la produzione di cemento a ciclo completo sito a Tunisi nelle immediate vicinanze del porto.

Colacem S.p.A. è tra i leader nel settore del cemento in Italia (terzo produttore) con una quota di produzione pari al 14,5 % del mercato italiano; il Gruppo nel 2005 ha realizzato un fatturato consolidato superiore a 658 euro/ML con 2383 dipendenti. Tutte le società del gruppo hanno ottenuto la certificazione di qualità ISO EN UNI 9001.

Il fatturato consolidato 2005 superiore a 658 Euro/ML è così ripartito:

- 59% leganti idraulici;
- 40% calcestruzzo;
- 1% trasporti e attività varie.

3.2.2 Progetto d'investimento

Il progetto riguarda la società estera Cimentas Artificiels Tunisiens con sede a Tunisi (Tunisia) attiva nella produzione di cemento;

la società è stata acquisita dalla Colacem s.p.A. in seguito all'aggiudicazione di una gara di privatizzazione nell'aprile 2000 ed è proprietaria di un impianto per la produzione di cemento a ciclo completo, in particolare la società è specializzata nella produzione di cementi speciali ad alta resistenza (HRS 45); la CAT detiene una quota del 10% del mercato tunisino per la produzione di cemento, a regime prevede di raggiungere una quota complessiva del 13% del mercato locale.

3.2.3 Mercato di riferimento e motivazioni strategiche

Mercato italiano

Il profilo strutturale dell'industria cementiera italiana nel 2005 non ha subito particolari variazioni, rimanendo contraddistinto dalle seguenti consolidate caratteristiche:

- una distribuzione capillare sul territorio nazionale del proprio apparato produttivo con conseguente sensibile contenimento dei costi di trasporto e notevoli vantaggi per il mercato;
- un numero di imprese ancora considerevole, se paragonato al numero medio di aziende in altri mercati europei;
- un livello tecnologico molto elevato, che garantisce una qualità del prodotto superiore agli standard normativi;
- una particolare attenzione alla salvaguardia ambientale.

Fattori tecnici ed economici hanno portato, nel corso degli anni, all'abbandono progressivo dell'utilizzo sia dei forni verticali, sia di quello dei forni rotanti a via umida. Gli ottanta forni attualmente in funzione in Italia seguono tutti il procedimento per via semisecca e secca, risultando quest'ultimo il più progredito ed il più largamente usato nei Paesi industrialmente evoluti per i mercati risparmi di energia termica.

Motivazioni strategiche

La strategia del Gruppo mira ad incrementare le quote di mercato anche attraverso una politica di acquisizioni mirate in Italia ed all'Estero. In tale ottica si inquadra l'acquisizione della Insicem in Sicilia e successivamente della CAT in Tunisia e la costituzione della Domicem nella Repubblica Dominicana. Le società sono presenti su mercati caratterizzati da elevati tassi di crescita e margini reddituali interessanti.

L'operazione proposta viene realizzata in un Paese caratterizzato da un elevato tasso di crescita anche prospettico.

3.2.4 Rapporto con SIMEST

Le relazioni tra la COLACEM S.p.A. e SIMEST rappresentano un rapporto ormai consolidato che il Gruppo considera strategico, economicamente interessante per effetto della Legge 100 e che rappresenta un'ulteriore opportunità per la società per rafforzare la sua presenza nei mercati internazionali in affiancamento ad una importante realtà istituzionale italiana.

Il rapporto vede COLACEM anche positivamente coinvolta nell'ospitare stagisti, provenienti dai master organizzati dalla SIMEST, presso le comuni partecipate con risultati positivi e di lunga durata.

3.3 Gruppo SOL (SIMEST)

3.3.1 Descrizione del partner italiano

Il Gruppo SOL, le cui origini risalgono al 1927, è una multinazionale operante nella ricerca applicata, produzione e commercializzazione di gas tecnici e medicinali (tra cui ossigeno, azoto, argon e idrogeno) e nella assistenza medica a domicilio con un fatturato consolidato 2005 di 346 euro/ML e 1.511 addetti.

Il Gruppo si articola in una holding operativa, la SOL S.p.A., che controlla numerose società (40) in 15 Paesi (in prevalenza nell'Europa Centrale e nel Sud Est Europa). In particolare controlla direttamente le società attive nel settore gas tecnici e la Airlsol B.V., società olandese, cui fa capo il gruppo VIVISOL attivo nella assistenza domiciliare.

Il Gruppo dispone di 32 stabilimenti di "prima trasformazione" per produzione gas dalle materie prime (aria atmosferica, gas naturale, carburo di calcio e nitrato d'ammonio) con le più significative certificazioni di qualità (ISO9002 e le certificazioni ambientali ISO 14001, EMAS per gli stabilimenti di Feluy, di Mantova e di S.Martino Buon Albergo –VR, OHSAS per lo stabilimento di Mantova).

Il Gruppo serve oltre 40.000 clienti in oltre 70 applicazioni diverse⁸³ con contratti di fornitura a medio/lungo termine.

I grandi utilizzatori sono collegati via gasdotto ("pipeline") agli impianti o vengono riforniti da impianti "on-site" gestiti da SOL; i clienti di media dimensione sono serviti con serbatoi criogenici riforniti periodicamente grazie ad una flotta di cisterne speciali sotto vuoto, mentre la clientela con ridotti consumi o consumi di gas puri e speciali viene servita con bombole dagli impianti di seconda trasformazione. Il Gruppo SOL è attivo, con il marchio VIVISOL, nel settore dell'assistenza domiciliare; in particolare, opera nelle aree dell'ossigenoterapia, della ventilazione meccanica, della diagnostica e cura della sindrome delle apnee ostruttive del sonno, e di altri servizi medicali ad alto contenuto di servizio. L'assistenza domiciliare rappresenta un'area d'affari significativa per il Gruppo, con un fatturato 2005 pari a quasi 1/3 del fatturato consolidato, con oltre 50.000 pazienti serviti giornalmente in Europa.

VIVISOL è tra le due società leader del settore in Italia e in Belgio assieme a Airlquide, mentre è leader in Europa nel servizio di assistenza a pazienti in viaggio (con marchio *Vivitravel*).

La SOL S.p.A. dal luglio '98 è quotata alla Borsa Valori di Milano.

Dal collocamento a 3,40 euro, il titolo presenta una quotazione attuale intorno a 4,5 euro ed una capitalizzazione di 414 euro/ML, superiore al Patrimonio Netto Consolidato.

SOL ha avviato nei primi anni '90 un processo di internazionalizzazione che ha portato la propria presenza in Europa, al di fuori dal territorio nazionale, a raggiungere il significativo traguardo del 32% delle vendite di gruppo.

Il Gruppo ha sviluppato la propria presenza specialmente nell'Europa Centrale (Francia, Belgio, Olan-

⁸³ I gas tecnici trovano utilizzazione in siderurgia (forni ad arco ed a ciclo continuo), in metallurgia (l'ossigeno nella combustione consente risparmi energetici), nell'industria vetraria (vetro float, raffreddamento vetro cavo, brillantatura), nella chimica/farmaceutica (specie l'azoto per le proprietà inertizzanti), nell'elettronica (lavaggio clean room, lavaggio componenti), nella saldatura e taglio, nell'industria alimentare (surgelazione, gasaggio bibite), nelle applicazioni ambientali (depurazione acque) e scientifiche (Università, laboratori e centri di ricerca) e in quelle medicinali.

da, Germania e Austria) e nel Sud Est Europa e le iniziative in Slovenia, Croazia, Macedonia e Serbia sono state realizzate con la partecipazione di SIMEST SpA (per complessive 8 iniziative), con l'impiego degli strumenti di finanza agevolata per l'internazionalizzazione previsti dalla legge 100/1990.

3.3.2 Progetto d'investimento

Tra le iniziative partecipate da SIMEST, l'iniziativa in Macedonia nel 1995 (TGS) ed il successivo ampliamento nel 2005 (SOL SEE) sono tra quelle più significative.

Nel 1995, nell'ambito del programma di privatizzazione delle aziende statali, SOL, in partnership con SIMEST, ha acquisito il controllo della Tehnogas di Skopje (TGS) primario operatore nel settore dei gas tecnici nella Repubblica Macedone. Grazie a costi di produzione competitivi, all'ampia gamma di prodotti disponibili (ossigeno, azoto, anidride carbonica liquida, acetilene) e ad un significativo piano di investimenti sostenuto dalla casa madre, la TGS ha rappresentato il perno sul quale il Gruppo SOL ha costruito e sviluppato la propria presenza nell'area del Sud Est Europa.

Nel 2005 viene avviata l'iniziativa SOL SEE per la costruzione di un "ASU" – Air Separation Unit – per la produzione dei gas tecnici da frazionamento dell'aria atmosferica. L'iniziativa ha comportato un investimento vicino ai 10 euro/ML con la partecipazione di SIMEST e del Fondo di Venture Capital (Yugoslavia).

L'investimento è stato realizzato a Kavadarci, località a circa 100 km da Skopje in direzione sud, ed a 150 km da Salonicco, in Grecia.

L'impianto ha una capacità produttiva superiore ai 20 Milioni di metri cubi annui di gas liquidi e gassosi. Le produzioni di ossigeno, azoto e argon liquidi vengono commercializzate (tramite cisterne) alla locale consociata TGS, e alle altre società del Gruppo, in particolare, in Albania, Grecia, Serbia e Bulgaria. L'ossigeno gassoso viene invece fornito direttamente tramite gasdotto ad uno stabilimento di produzione di metalli ferro-nichel di proprietà della multinazionale Alferon.

3.3.3 Mercato di riferimento e motivazioni strategiche

Mercato dei gas tecnici

L'alta incidenza del costo del trasporto dei gas da frazionamento aria, unita ad elevate economie di scala nella produzione dei gas stessi, rendono questo mercato fortemente legato, da un punto di vista geografico, ai fornitori presenti in loco: collocare la produzione ad una distanza eccessiva dal luogo del consumo renderebbe la fornitura non economica. Risulta quindi chiaro il trade-off fra economie di scala e distanza dal mercato di riferimento.

Ciò nonostante, il mercato è fortemente globalizzato e quattro grandi multinazionali si dividono circa l'80% del mercato mondiale. Vari sono i motivi che hanno portato a questa notevole concentrazione; tra questi, sicuramente, l'alta intensità di capitale investito rispetto al fatturato generato, tipica di questo settore (superiore a 2:1).

Il mercato dei gas tecnici è in continuo sviluppo per il loro crescente impiego nei processi industriali e non; la vendita di gas tecnici può essere considerata a pieno titolo quale fornitura di una *utility*, accompagnata da un altissimo contenuto tecnologico.

Motivazioni strategiche

È possibile individuare almeno due principali motivazioni strategiche legate al progetto d'investimento sin qui descritto:

- Esistenza di un cliente di base, in grado di assicurare, a regime, una importante quota del fatturato complessivo, sulla base di un contratto di fornitura pluriennale.
- Disponibilità di un moderno impianto di produzione gas a costi competitivi che consente al Gruppo di disporre di prodotto di elevata qualità e con continuità da collocare nella regione, tramite le conosciute del Gruppo, che operano in Macedonia (TGS), Serbia, Albania, Grecia e Bulgaria.

3.3.4 Rapporto con SIMEST

SOL ha finora stipulato con SIMEST ben 8 contratti in base alla legge 100/90 e successive modificazioni.

Il giudizio sulla efficacia di questo strumento di accompagnamento e di sostegno all'internazionalizzazione delle imprese italiane è estremamente positivo. Tra i motivi principali vanno evidenziati:

- la positività di avere una prima analisi professionale del proprio progetto di espansione estera, da parte di un soggetto qualificato, con i relativi consigli;
- l'aver al proprio fianco un Partner Istituzionale di "peso" che garantisce e aiuta nelle negoziazioni con i Soggetti esteri coinvolti;
- la riduzione del costo del finanziamento dell'operazione grazie all'intervento della legge 100/90, oggi con la possibile riduzione delle garanzie finanziarie da produrre a sostegno.

Fin dal primo contratto con SIMEST del 1992, relativo al perfezionamento dell'operazione in Slovenia, per giungere agli ultimi, relativi alla Macedonia, SOL ha sempre trovato in SIMEST un Partner rapido nelle risposte e flessibile, in grado di fornire un supporto altamente professionale nella valutazione delle iniziative, nonché delle caratteristiche e anche dei rischi connessi al quadro legale e fiscale dei Paesi dove si intende effettuare l'investimento.

3.4 Gruppo Danieli (SACE)

3.4.1 La società

Il Gruppo Danieli, con sede a Buttrio (Udine), rappresenta uno dei più importanti fornitori di macchinari ed impianti per l'industria siderurgica presenti al mondo. È leader di mercato nel settore degli impianti di laminazione per prodotti lunghi.

Danieli & C. Officine Meccaniche SpA disegna e realizza macchine per la lavorazione del metallo con l'obiettivo di creare sempre nuove soluzioni in grado di ridurre al minimo i costi di produzione e di massimizzare i benefici per i suoi clienti. Esporta il 99% della sua produzione all'estero.

Uno degli obiettivi della Danieli è il costante sviluppo delle tecnologie dei suoi macchinari. L'azienda è riconosciuta come una delle più innovative nell'industria dei macchinari per la lavorazione dei metalli.

3.4.2 SACE e Danieli

In termini di operatività Danieli rappresenta uno dei principali clienti di SACE ed il primo cliente tra i Top Corporate in termini di polizze perfezionate, premi ed impegni generati.

A ciò si aggiunga che le suddette garanzie assicurative hanno assistito il 41% circa del fatturato totale del Gruppo per l'esercizio 2005. Ciò significa che tra Danieli e SACE si è instaurato un rapporto di partnership per l'attività sui mercati internazionali.

L'operazione Danieli in Russia (Credito Acquirente – Linea Banche)

I soggetti:

- Esportatore: Danieli & C. Officine Meccaniche SpA
- Società russa operante nel settore della lavorazione del metallo: acquirente di Danieli, debitore
- Primaria banca francese: assicurato, finanziatore dell'operazione
- SACE SpA: garante dell'operazione

L'operazione:

Si tratta di un'operazione di Credito Acquirente presentata a SACE nel giugno del 2006 da primaria banca francese.

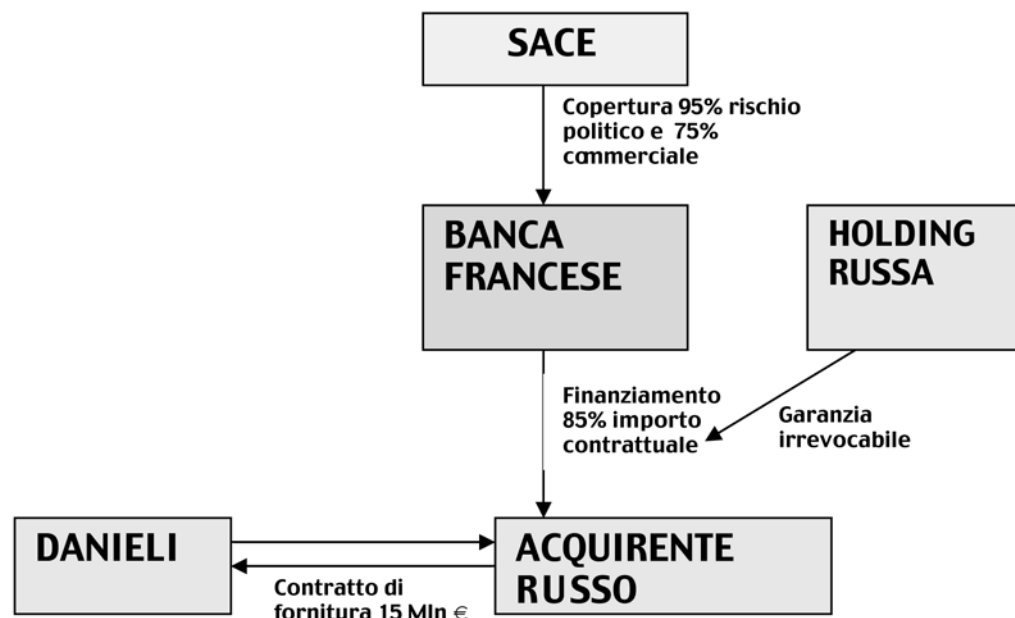
Alla base vi è un contratto tra la Danieli & C. Officine Meccaniche SpA ed una società russa, sua cliente, che opera nel settore della siderurgia.

La società debitrice sta perseguendo, attraverso il gruppo di cui è parte, una strategia di sviluppo che ha l'obiettivo di acquisire una quota rilevante del mercato locale dei laminati da costruzione. In linea con la strategia di ampliamento, la società russa ha firmato con la Danieli un contratto per l'acquisto di un laminatoio per la produzione di vergella (in due linee) per un importo totale di 15 Mln euro circa.

La banca francese ha prestato il suo intervento finanziando all'acquirente l'85% dell'importo contrattuale (13 Mln euro circa) oltre all'85% del premio SACE. Il finanziamento prevede un rimborso in 10 anni.

SACE ha prestato la sua garanzia alla banca francese coprendo il 95% del rischio politico ed il 75% di quello commerciale relativo al rischio di mancato rimborso del finanziamento in favore della società russa.

La capogruppo del gruppo russo di cui fa parte l'acquirente di Danieli ha inoltre prestato la sua garanzia irrevocabile sul finanziamento.



3.4.3 Iter della polizza e vantaggi

La richiesta è stata presentata dalla banca francese nel giugno scorso sotto forma di "promessa di garanzia"⁸⁴. Ciò significava che SACE si sarebbe impegnata a garantire l'operazione qualora fosse stato firmato il contratto di finanziamento con l'importatore russo (a seguito della conclusione del contratto con la Daniela). Successivamente, nel mese di luglio la banca ha chiesto la conversione della promessa in garanzia. L'operazione è stata deliberata nel mese di settembre 2006.

Vantaggi:

- *Per la banca francese:* ha ottenuto da SACE la garanzia al 95% contro i rischi politici e al 75% contro il rischio commerciale legato al mancato rimborso del finanziamento.
- *Per l'esportatore:* la Daniela ha ottenuto immediatamente il pagamento della fornitura dal suo cliente senza dover sopportare alcun tipo di rischio.
- *Per l'importatore:* la società russa ha ottenuto dalla sua banca il finanziamento ad un costo competitivo per acquistare l'impianto dalla Daniela senza esborso immediato di denaro.
- *Per SACE:* nel caso specifico SACE è intervenuta a sostegno di un settore di punta dell'economia italiana all'estero, quello dei macchinari. Il suo supporto inoltre incrementa l'internazionalizzazione delle imprese italiane anche in progetti particolarmente complessi in cui è richiesta la presenza del sistema bancario, sia italiano che internazionale.

⁸⁴ Impegno da parte di SACE a emettere la garanzia nel momento in cui verrà richiesto dal cliente, purché a quella data le condizioni prestabilite, la situazione e i presupposti valutati in sede di promessa siano ancora validi ed immutati.

3.5 Perfora (SACE)

3.5.1 La società

Perfora S.r.l. nasce nel 1993 a Bagnolo Piemonte in provincia di Cuneo ed è oggi leader nel settore della produzione di attrezzature di perforazione e taglio per l'estrazione di marmi, graniti e pietre ornamentali.

Perfora S.r.l. offre una vasta gamma di macchine perforatrici idrauliche, pneumatiche e di macchine per il taglio a filo diamantato nonché tutti gli accessori per la coltivazione della cava. Perfora S.r.l. è un'azienda in continuo progresso che punta sulla produzione di macchine tecnologicamente sempre più affinate e all'avanguardia sul mercato.

Esporta il 75% della sua produzione.

3.5.2 SACE e Perfora

Perfora S.r.l. è cliente di SACE dal 2004; esporta in tutto il mondo con prevalenza per il Brasile. Nel corso del 2005 SACE ha coperto il 19,2% del suo fatturato estero.

L'OPERAZIONE PERFORA BRASILE (Credito Fornitore PMI con voltura di polizza – Linea Aziende PMI):
I soggetti:

- Esportatore, assicurato: Perfora S.r.l.
- Importatore: società brasiliana operante nel settore dell'estrazione di marmo e granito
- Primaria banca italiana: nuovo assicurato a seguito della cessione pro-soluto degli effetti cambiari e successiva voltura di polizza
- Garante dell'operazione attraverso la polizza assicurativa: SACE SpA

L'operazione:

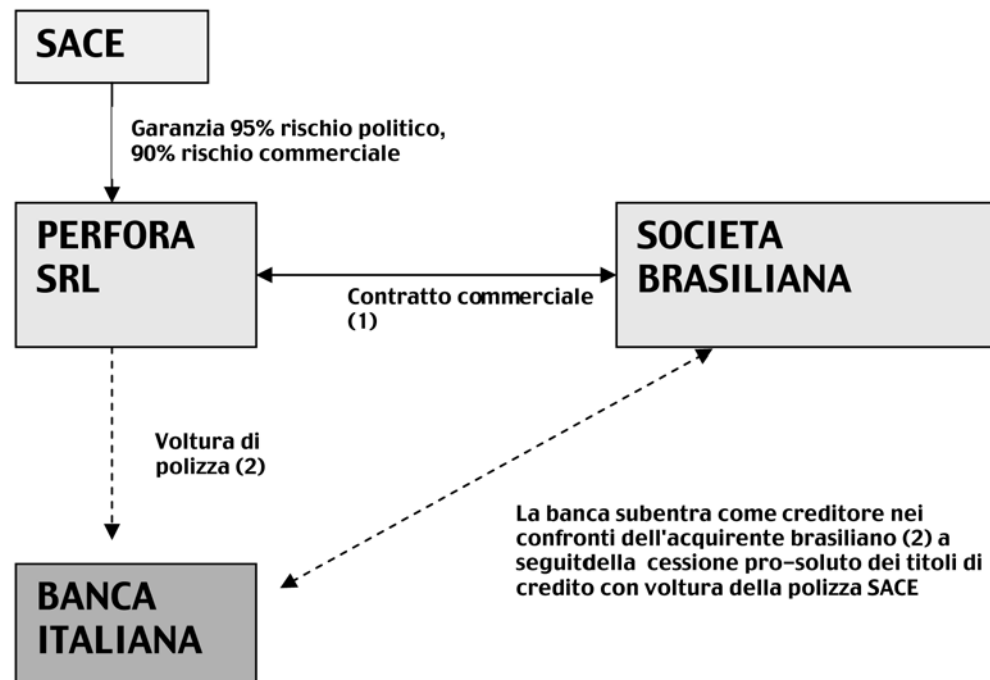
Alla fine del mese di agosto del 2005 la Perfora S.r.l. ha presentato richiesta di garanzia assicurativa a SACE per la copertura del rischio del credito derivante da un'esportazione di due perforatori idraulici (e relativi kit di ricambio) al suo cliente brasiliano che opera nel campo delle estrazioni, in particolare quelle di granito.

L'importo contrattuale stabilito tra le parti era di circa 235.000 euro circa pagabili in tre anni, a mezzo cambiali.

3.5.3 Iter della polizza e vantaggi

Perfora ha chiesto a SACE la copertura sia per rischio politico che per rischio commerciale dell'operazione che sono state concesse rispettivamente al 95% ed al 90%. La garanzia è stata deliberata a metà del mese di settembre del 2005, ovvero in 15 giorni. La polizza è stata emessa agli inizi del mese di ottobre.

Successivamente Perfora ha stipulato con la banca italiana un accordo per la cessione pro-soluto degli effetti rappresentativi del credito dilazionato, mantenendo la sua garanzia per la quota non coperta dalla polizza assicurativa SACE. Alla fine di gennaio del 2006 è stata chiesta da Perfora la voltura della polizza in favore della banca.

**Vantaggi:**

- *Per l'esportatore:* grazie alla polizza SACE, Perfora è protetta dai rischi di default dell'acquirente a causa di eventi natura commerciale (insolvenza e inadempimento) oltre che da qualsiasi evento di tipo politico (guerre, sommosse, atti d'imperio etc.). Acquista inoltre forza commerciale perché può concedere in tutta sicurezza pagamenti dilazionati al/ai suo/suoi acquirente/i. Infine, attraverso lo sconto pro-soluto e la voltura di polizza, rende i suoi crediti con l'estero immediatamente liquidi liberando gli affidamenti bancari per altre necessità.
- *Per l'importatore:* l'acquirente non deve pagare immediatamente i macchinari ottenendo in questo modo un finanziamento diretto, senza impegnare le sue linee di credito presso il sistema bancario.
- *Per la banca:* sconta le cambiali al suo cliente con la garanzia di una copertura SACE e, pertanto, senza effettuare accantonamenti di mezzi propri.
- *Per SACE:* sostiene anche l'export di piccole aziende italiane che intendono espandersi in mercati più rischiosi di quello domestico concedendo dilazioni di pagamento, in linea con la concorrenza internazionale.

3.6 Gruppo Trevi (SACE)**3.6.1 La società**

Il Gruppo Trevi è tra i leader a livello mondiale nell'ingegneria del sottosuolo (fondazioni speciali, scavo di gallerie, consolidamenti del terreno e realizzazione e commercializzazione dei macchinari e delle attrezzature specialistiche del settore); è anche attivo nel settore delle perforazioni (petrolio, gas, acqua) sia come produzione di impianti che come servizi di perforazione petrolifera e nella realizzazione di parcheggi sotterranei automatizzati e sistemi di gestione integrata della sosta.

Nato a Cesena nel 1957, oggi svolge i propri servizi in circa ventitre Paesi, principalmente negli Stati Uniti, negli Emirati Arabi Uniti, in Algeria e West Africa, in Venezuela, in Colombia, oltre che in Italia e vende i propri macchinari in circa 80 Paesi.

Nel 2004 la società ha realizzato un fatturato di 352,57 Mln euro con un utile di 2,99 Mln; lavoravano presso Trevi 3.086 dipendenti. Nel 2005 la società ha realizzato ricavi totali per 496,6 Mln euro con un utile di 12,82 Mln euro; lavorano nel Gruppo TREVI 3.577 dipendenti.

Le principali società del Gruppo sono:

- TREVI – FINANZIARIA INDUSTRIALE SPA: società finanziaria del Gruppo;
- TREVI S.p.A. che opera a livelli di eccellenza nella realizzazione di opere specializzate nel settore dell'ingegneria del sottosuolo, offrendo servizi ad alto valore aggiunto con elevati margini di redditività e che realizza parcheggi sotterranei automatizzati;
- SOILMEC S.p.A. che produce impianti e macchinari che vengono utilizzati per l'ingegneria del sottosuolo. I suoi prodotti sono frutto di un'esperienza quarantennale, provati nelle condizioni più difficili, nei lavori che il Gruppo svolge nel mondo attraverso la Divisione TREVI;
- DRILLMEC S.p.A. che realizza impianti meccanici ed innovativi impianti idraulici per perforazioni petrolifere, geotermiche ed idriche e relativi accessori e fornisce prestazioni specialistiche ad alto valore aggiunto nella manutenzione degli stessi;
- Petreven C.A. che svolge servizi di perforazione petrolifera in Sud America.

Il Gruppo opera in tre distinti segmenti:

- Ingegneria del sottosuolo: svolgimento di servizi di fondazioni speciali, consolidamento del terreno per infrastrutture quali ponti, ferrovie, dighe, impianti industriali e gallerie tramite TREVI S.p.A. e società controllate e la produzione delle attrezzature del settore tramite SOILMEC S.p.A..
- Perforazioni di pozzi per l'estrazione di idrocarburi e per ricerche idriche: progettazione e costruzione degli impianti da parte di DRILLMEC S.p.A. e utilizzo degli innovativi impianti idraulici tramite la Petreven.
- Parcheggi sotterranei automatizzati sviluppati grazie all'esperienza maturata nel campo dell'ingegneria del sottosuolo ed attraverso l'utilizzo di impianti progettati e costruiti da SOILMEC.

3.6.2 SACE e Gruppo Trevi

Si tratta di un progetto che prevede il risanamento della diga Tuttle Creek a Manhattan nel Kansas, attraverso opere di fondazione e realizzazione di un muro di contenimento. I lavori verranno effettuati in fasi successive (3-4 lotti), per una durata totale prevista di 3 anni ed un importo contrattuale massimo di USD 200.000.000. Nel 2003 il Gruppo TREVI ha completato il risanamento della diga "Walter F. Geor-

ge” in Alabama, sempre per lo stesso committente il Genio Militare delle Forze Armate Americane, per circa 56 Mln USD, ottenendo per l’anno 2003 il premio come migliore impresa per sicurezza e qualità del lavoro.

L’Esportatore TREVI ICOS SOUTH INC. (Florida, USA), controllato da Trevi Finanziaria Industriale S.p.a. (Cesena), risulta altamente specializzato in tale settore, in cui il gruppo Trevi è leader mondiale assieme alla francese Solétanche Bachy.

Una primaria compagnia di assicurazione americana, che ha emesso i Bonds a favore del beneficiario/committente dell’opera, ha offerto il 50% del rischio a SACE, che attualmente è intervenuta sul primo lotto di USD 50 mln (quindi per un importo di circa euro 20 mln). Il pricing della fidejussione è stabilito dalla legge USA in base all’importo, alla durata ed alla tipologia dei lavori.

L’operazione

La tecnica utilizzata per la realizzazione delle opere è il c.d. “*jet grouting*”, come richiesto nel bando di gara del committente. TREVI utilizza la tecnica dal 1979, detiene il record mondiale per il più profondo muro di contenimento permanente (291 piedi, pari a circa 89 metri) costruito usando il jet grouting per una diga già esistente. Si tratta dell’intervento sulla diga di Paso de las Piedras in Argentina, che ha visto TREVI impegnata dal 1996 al 2001 e che risulta molto simile all’intervento richiesto per la Tuttle Creek in termini di estensione e caratteristiche del terreno da trattare (terreno argilloso e terreno alluvionale sabbioso) e di dimensioni del muro di contenimento da realizzare.

In particolare, per la realizzazione delle colonne è stata impiegata la “jet grouting triple fluid technology”, che consiste nella disaggregazione del terreno attraverso l’azione combinata di getti d’acqua ad alta pressione e getti d’aria compressa, nella simultanea iniezione a pressione medio-alta di una sospensione di cemento, che si miscela con il terreno disagregato e costituisce in questo modo un unico conglomerato stabilizzato.

3.6.3 Iter della polizza e vantaggi

I vantaggi per Gruppo Trevi

Nel mercato americano le cauzioni vengono normalmente richieste per un valore pari al 100% dell’importo contrattuale il che comporta una rapida saturazione delle linee di fido delle aziende. Spesso inoltre le compagnie di assicurazione americane, per il rilascio delle cauzioni, chiedono alle imprese onerose contro-garanzie. Nel caso in oggetto, il ricorso alla riassicurazione di SACE, che equivale ad una garanzia dello Stato Italiano, libera le linee di fido di TREVI ICOS SOUTH INC disponibili sul mercato e contemporaneamente evita alla società l’obbligo di fornire collaterali.

I vantaggi per SACE

Il caso “Trevi – Tuttle Creek” rappresenta un esempio classico di intervento di SACE in un’operazione di export. Il nostro supporto contribuisce notevolmente all’internazionalizzazione dell’economia italiana, poiché è dall’Italia che vengono esportati il know-how, i macchinari ed i capitali necessari al risanamento/impermeabilizzazione della diga Tuttle Creek.

SACE migliora in questo modo la sua immagine presso gli esportatori, ma contribuisce anche a far conoscere il suo nome all’estero ed a ampliare il suo raggio di attività; fornendo infatti un supporto diretto ad una compagnia estera (di assicurazione in questo caso) vi è un beneficio indiretto per una società italiana.

Criticità

Le maggiori criticità si sono incontrate nella valutazione del rischio ovvero per l’analisi tecnica della commessa che è stata valutata per SACE da parte di un ingegnere chimico.

Si è proceduto infatti a valutare la tecnica utilizzata nella ristrutturazione del muro di contenimento, dei materiali adoperati (argilla e sabbia), il procedimento adottato ed i rischi di *default* connessi al recupero della diga, pur trattandosi di una tecnica in uso dalla Trevi sin dal 1979.

Tempistica

Tutto il processo di valutazione dell’operazione si è realizzato in **1 mese** entro il quale è stata emessa anche la polizza. In media per la valutazione di questo tipo di operazioni SACE impiega un periodo che va da un minimo di 7 ad un massimo di 30 giorni.

Tabella 32. Investimenti diretti netti italiani all'estero per area e Paese (composizioni percentuali)
Fonte: UIC

PAESI E AREE	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Europa di cui	7.779.990	9.013.297	4.788.889	10.206.938	21.421.957	16.419.469	6.734.324	14.548.410	26.696.211
Austria	289.221	121.387	112.479	56.887	30.725	39.087	89.387	80.879	2.098.265
Belgio	120.837	568.562	69.220	119.997	641.857	230.931	390.573	170.390	88.814
Croazia	928	-59.126	7.997	136.009	29.666	133.034	28.883	89.526	35.125
Danimarca	-3.133	2.979	36.413	2.946	51.570	65.184	63.507	127.339	144.509
Federazione russa	24.131	125.058	2.729	-36.718	20.523	10.037	8.811	58.235	34.581
Finlandia	8.956	5.654	15.915	-16.641	81.591	9.801	-8.403	35.720	52.482
Francia	199.535	1.771.035	894.804	1.953.755	2.810.621	1.338.412	1.391.148	2.067.917	2.315.512
Germania	569.240	813.593	894.043	605.105	570.422	520.714	1.111.845	548.506	14.947.913
Grecia	15.190	36.511	62.895	4.446	114.762	26.334	40.580	-94	5.792
Irlanda	-576.115	232.604	470.814	102.795	577.783	2.481.430	137.674	49.532	-506.512
Lussemburgo	2.559.001	969.517	1.785.974	3.706.755	2.247.599	3.397.055	-6.489.335	1.383.112	992.549
Norvegia	14.938	-774	4.072	5.624	-163	5.195	-539	7.908	12.748
Paesi Bassi	1.043.279	1.114.265	-2.630.317	473.137	7.136.068	3.966.083	7.788.537	8.321.032	6.309.958
Polonia	414.076	17.454	1.007.424	268.031	79.044	33.068	31.160	42.694	45.857
Portogallo	133.539	33.079	95.500	194.920	-13.666	82.170	-39.424	10.425	15.375
Regno Unito	1.670.335	1.802.438	774.066	1.645.592	5.892.165	2.264.236	332.350	1.960.953	625.857
Romania	17.119	76.924	30.180	46.069	79.788	76.044	96.449	128.612	176.167
Slovenia	9.420	448	3.312	10.269	34.128	112.481	14.168	16.196	13.323
Spagna	14.713	305.091	792.669	91.710	317.741	871.707	910.887	118.760	38.147
Svezia	90.271	131.798	188.479	43.763	53.653	31.223	10.635	30.541	117.043
Svizzera	884.411	305.348	232.631	365.781	463.852	292.789	456.009	-662.232	439.759
Turchia	17.471	15.316	52.101	15.254	10.763	264.040	13.651	7.672	487.959
Ungheria	45.810	-3.256	32.099	19.515	53.452	45.990	25.814	31.816	32.565
Africa di cui	219.604	117.993	93.091	61.817	53.905	44.988	45.626	89.525	108.483
Algeria	-730	326	10.088	155	-855	5.489	1.096	1.284	2.973
Egitto	-46.417	6.067	44.873	25.933	22.326	6.888	19.325	12.114	8.847
Libia	12	1.172	-1.167	29	-17	20	461	914	1.236
Marocco	1.486	1.021	2.782	3.139	4.686	5.500	2.610	3.588	10.142
Sudafrica	38.396	98.945	11.560	11.864	7.480	673	3.472	34.423	31.030
Tunisia	8.177	3.510	8.185	9.871	10.962	12.296	10.849	16.190	31.569
America di cui	2.300.590	4.593.000	1.324.208	2.840.389	2.344.584	1.639.005	853.444	710.049	4.308.495
Antille Olandesi	172.126	609.597	3.833	53.312	-13	1.161	-1.996	-740	-18.712
Argentina	65.798	104.519	210.013	621.304	124.399	75.490	51.738	11.742	36.310
Bahama	181.865	1.776	182.362	16.679	-926	....	-1.888	8.295	2.884.167
Brasile	255.599	688.822	535.369	569.828	918.357	333.809	131.817	145.055	211.754
Canada	74.324	131.856	-47.282	57.055	99.623	36.076	32.278	20.018	21.686
Cayman (Isole)	311.899	763.367	-409.330	-409.257	216.030	-118	16.481	....	874
Cile	16.236	616	2.012	16.075	6.460	31.016	-97	4.383	4.744
Messico	212.457	13.008	-26.925	19.099	24.343	8	2.479	11.281	22.042
Panama	4.828	22.409	-3.344	142	578	184	801	797	2.848
Stati Uniti	952.550	2.144.455	843.099	1.870.119	889.498	1.159.558	605.965	479.521	1.150.909
Venezuela	3.105	4.737	2.743	1.111	-1.943	134	-2.740	-96	-11.727
Vergini Britanniche (Isole)	5.218	91.001	-139	834	-16	327	-21	267	70
Asia di cui	634.502	255.004	175.467	292.353	193.262	107.155	151.571	228.242	374.308
Arabia Saudita	-1.996	145	-435	-719	1.465	659	-159	3.236	-673
Cina	99.353	17.977	9.688	70.011	46.421	13.873	42.760	103.536	233.064
Corea del Sud	33.731	54.973	7.004	-7.315	12.574	-2.888	9.315	-803	2.628
Emirati Arabi Uniti	587	-595	1.420	-714	69	728	1.303	4.540	8.761
Giappone	262.188	102.868	24.260	9.649	-92.466	56.705	62.741	49.942	35.329
Hong Kong	161.313	-32.389	5.016	290	5.962	4.143	5.707	10.548	30.856
India	16.980	78.268	103.674	181.519	30.558	14.641	9.705	9.008	34.905
Indonesia	19.630	-174	188	677	472	-407	1.541	1.075	883
Iran (Repubblica islamica dell')	46	2.079	5.858	1.331	262	6.727	341	1.034	1.894
Israele	79	4.554	1.662	13.941	107.915	1.134	1.310	6.155	5.223
Kuwait	-2.492	-837	81	14	139	19	163	158	167
Malaysia	22.499	-16.616	1.487	7.028	4.192	170	-956	4.583	76
Singapore	6.399	26.469	11.852	-510	11.254	2.966	1.758	6.419	-4.552
Taiwan	136	4.526	436	5.729	21.742	1.316	5.141	3.603	1.172
Thailandia	9.011	6.879	1.240	2.696	2.713	6.087	1.871	10.957	9.129
Oceania di cui	54.431	14.695	-21.055	7.961	28.113	43.713	296.535	15.419	-9.580
Australia	51.788	15.175	-24.220	7.522	26.728	42.212	284.277	7.485	-10.989
Nuova Zelanda	1.066	-536	411	200	440	378	1.265	1.880	-20
MONDO	10.816.095	14.443.689	6.361.130	13.410.483	24.044.803	18.254.484	8.081.482	15.592.233	33.478.046

Tabella 33. Investimenti diretti netti esteri in Italia per area e Paese (valori in milioni di euro)
Fonte: UIC

PAESI E AREE	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Europa di cui	11.104.347	11.967.816	16.266.734	33.890.305	31.296.384	38.128.328	62.921.923	108.263.288	134.263.068
Austria	140.041	89.523	103.520	125.071	300.799	225.396	152.982	179.615	398.615
Belgio	391.060	346.385	861.493	1.334.949	941.356	554.087	378.876	752.079	864.651
Croazia	1.355	1.375	1.690	11.375	20.779	8.552	2.281	5.296	5.114
Danimarca	55.905	40.905	42.532	225.568	134.166	64.771	36.830	102.417	289.186
Federazione russa	1.877	4.467	4.895	1.648	5.389	1.303	1.304	1.923	3.482
Finlandia	30.561	23.389	50.466	59.285	130.225	7.009	260.603	446.317	368.862
Francia	3.023.529	2.375.410	2.893.381	6.079.321	9.808.839	9.569.930	10.363.071	13.486.416	21.146.134
Germania	2.163.831	2.445.530	4.727.592	3.920.534	4.022.090	5.812.393	11.944.304	12.543.726	14.431.537
Grecia	11.284	9.175	10.896	18.666	10.895	7.625	4.825	8.943	18.109
Irlanda	27.775	72.878	15.971	67.185	227.724	139.977	11.345.423	41.360.120	62.289.237
Lussemburgo	1.144.299	1.099.182	1.390.702	5.253.009	4.437.026	2.762.747	6.283.947	3.667.837	6.830.499
Norvegia	7.667	18.645	45.793	119.314	176.141	63.430	334.140	769.120	782.449
Paesi Bassi	770.095	1.564.127	1.784.349	8.315.170	2.902.255	11.058.777	6.878.894	13.445.523	9.339.426
Polonia	2.779	3.041	13.387	3.741	7.840	11.790	2.694	5.254	6.060
Portogallo	37.624	17.165	57.203	289.641	202.030	41.588	46.128	36.425	29.253
Regno Unito	1.180.992	2.222.463	2.041.829	4.408.870	3.745.746	3.768.360	8.291.346	10.802.001	7.866.297
Romania	4.038	2.439	1.456	3.578	4.336	3.604	3.606	14.605	18.796
Slovenia	7.330	6.688	11.998	16.066	18.860	16.071	15.114	21.073	27.888
Spagna	155.120	171.540	424.968	547.274	616.784	278.210	411.261	605.692	2.855.084
Svezia	178.012	124.432	269.848	668.779	1.283.770	806.009	1.216.436	1.291.440	503.894
Svizzera	1.703.381	1.234.182	1.421.032	2.242.199	2.108.178	2.724.903	4.796.097	8.343.511	5.825.411
Turchia	2.457	6.069	4.053	9.545	7.047	4.020	7.055	16.501	9.009
Ungheria	9.647	12.972	16.709	26.759	15.275	11.101	8.888	163.870	13.357
Africa di cui	50.234	26.739	14.281	34.187	24.588	135.845	36.859	12.980	124.281
Algeria	820	....	64	1.694	235	25.222	120	186	31.788
Egitto	16.499	935	545	202	12.068	5.031	8.282	1.863	29.672
Libia	9.683	751	115	11.220	412	44.594	....	765	117
Marocco	948	1.310	1.057	973	532	171	745	518	498
Sudafrica	2.714	2.759	136	10.174	2.283	1.797	3.038	639	33.818
Tunisia	11.429	6.801	3.572	3.069	2.413	1.361	8.862	4.999	5.517
America di cui	1.803.037	1.889.854	2.203.596	8.014.070	11.806.050	5.829.711	1.546.203	2.451.164	4.003.225
Antille Olandesi	106	....	189	1.897	....	2.966	424	....	102
Argentina	9.520	4.947	6.375	6.529	11.369	13.106	7.923	56.329	15.126
Bahama	2.296	9.442	6.764	....	7.718	1.058	890	....	731
Brasile	3.818	30.895	5.591	9.503	6.497	9.308	10.325	44.827	60.183
Canada	27.357	24.435	24.766	303.112	71.963	26.687	26.952	51.480	21.532
Cayman (Isole)	243	12.572	547	4.170	1.719	100	6.052	1.782	6.573
Cile	222	223	314	347	1.423	552	496	1.804	813
Messico	1.263	5.763	2.429	4.638	4.514	4.431	1.504	1.155	5.555
Panama	34.178	893	967	414	10.630	1.010	9.178	677	575
Stati Uniti	1.121.773	1.729.132	2.107.561	7.626.842	11.637.229	5.691.683	1.416.589	2.242.590	3.844.265
Venezuela	2.694	3.719	2.646	4.109	4.570	25.800	15.035	2.194	787
Vergini Britanniche (Isole)	2.565	9.185	2.675	23.943	10.744	807	2.601	1.356	676
Asia di cui	430.144	394.199	568.045	389.391	774.380	497.417	330.534	503.655	400.702
Arabia Saudita	5.150	13.891	1.629	1.451	1.747	1.707	1.023	1.595	53.823
Cina	2.793	4.120	5.941	7.394	6.194	8.226	12.282	11.808	13.290
Corea del Sud	75.469	91.902	124.659	84.770	80.420	34.498	11.816	46.513	25.900
Emirati Arabi Uniti	1.649	220	901	915	28.373	867	1.230	5.323	2.240
Giappone	281.943	227.040	356.825	217.059	573.772	350.026	243.241	293.425	198.604
Hong Kong	9.481	13.366	42.891	31.208	26.578	60.537	15.990	64.575	16.564
India	4.816	606	1.798	3.136	1.683	1.226	5.012	1.769	4.693
Indonesia	1.112	2.001	368	42	70	14	900	1.873	4.549
Iran (Repubblica islamica dell')	131	1.853	642	6.802	707	1.352	1.699	28.432	3.216
Israele	26.503	16.265	10.280	8.692	13.295	15.863	16.758	4.849	5.200
Kuwait	157	7.399	11	29	148	80	....	....	4.317
Malaysia	4.989	2.959	4.646	3.727	5.123	3.966	3.943	5.480	5.402
Singapore	9.257	5.714	2.973	15.767	26.442	11.694	3.591	13.579	7.571
Taiwan	2.677	2.721	4.337	4.839	4.230	2.550	4.706	2.370	2.825
Thailandia	354	221	539	581	331	538	2.866	218	367
Oceania di cui	13.236	14.425	11.840	43.815	10.655	10.786	21.996	8.136	17.428
Australia	4.743	7.152	6.093	43.300	9.916	10.373	17.137	7.318	16.677
Nuova Zelanda	7.966	7.128	5.541	399	329	387	4.841	753	740
MONDO	13.206.113	14.280.474	19.188.408	42.374.615	43.912.114	44.602.146	64.923.008	111.239.243	138.808.823

Tabella 34. Internazionalizzazione passiva: Paesi a confronto

Fonte: Elaborazioni ICE su dati Unctad e Reprint

	IDE Stock / PIL (2003)	% addetti in imprese a controllo estero (2000)	% addetti in imprese manifatturiere a controllo estero (2000)	% addetti in imprese dei servizi a controllo estero (2000)
Austria	23,7	-	-	-
Belgio e Lussemburgo	82,4	-	-	-
Danimarca	36,1	7,2	8,8	6,1
Finlandia	28,6	12,8	13,8	11
Francia	24,7	16,5	18,3	15,2
Germania	22,6	-	-	-
Grecia	9,8	-	-	-
Irlanda	129,7	21,2	45,7	8,7
Italia	11,8	7,2	8,2	5,7
Paesi Bassi	65,6	9,9	12,9	8,5
Portogallo	36,3	7,3	9,4	5,5
Spagna	27,4	8,8	15	5,4
Svezia	47,5	17,2	22,3	13,6
Regno Unito	37,4	10,3	16,3	7,4

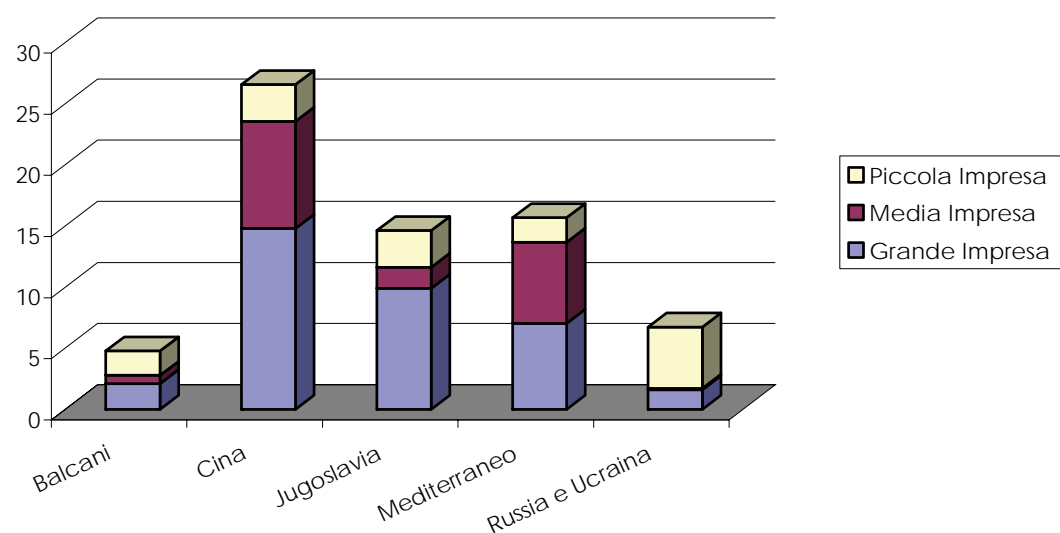
Figura 24. Partecipazioni in società all'estero approvate da SIMEST nel 2005 per tipologia di impresa
Fonte: SIMEST

Tabella 35. Partecipazione in società all'estero di SIMEST approvate nel 2005 – per Paese

Nazioni	Progetti n.	Investimenti previsti	Impegno SIMEST (euro/000)
Paesi Europei			
Romania	9	31.444	3.249
Serbia e Montenegro	4	9.862	3.887
Bulgaria	3	15.926	1.426
Russia	2	9.542	743
Albania	2	44.133	2.200
Croazia	1	13.039	561
Turchia	1	6.019	460
	22	129.965	12.526
Africa Subsahariana			
Angola	1	6.000	1.300
Eritrea	1	339	110
Etiopia	1	1.200	165
Mali	1	2.962	308
Senegal	1	1.000	275
	5	11.501	2.158
Mediterraneo e M.O.			
Egitto	3	4.430	875
Tunisia	2	15.016	2.390
EAU	1	4.098	1.128
Kuwait	1	550	50
Marocco	1	900	110
Palestina	1	-	4
	9	24.994	4.557
Asia			
Cina	21	287.577	15.790
Thailandia	1	919	330
India	3	8.804	1.077
	25	297.300	17.197
America Centrale e Meridionale			
Brasile	3	168.993	12.046
Messico	3	16.443	1.380
	6	185.436	13.426
Nord America			
USA	4	124.197	6.335
Canada	1	2.308	1.720
	5	126.505	8.055
Totale nuovi progetti	72	775.701	57.919
Società già partecipate			
Aumenti di capitale sociale	16	51.538	18.028
Totale generale	88	827.239	75.947

Fonte: SIMEST

Tabella 36. Classi SACE dei Paesi di intervento dei fondi di Venture Capital di SIMEST

Fondo Balcani (e Jugoslavia limitatamente ai primi 4 paesi)	Classe	Categoria
Albania	C	6/7
Bosnia Erzegovina	B	7/7
Rep. Macedonia	B	7/7
Serbia – Montenegro	B	7/7
Bulgaria	B	4/7
Croazia	B	4/7
Romania	B	4/7
Fondo Mediterraneo/Africa/Iraq	Classe	Categoria
Algeria	B	4/7
Egitto	B	4/7
Israele	A	3/7
Libano	D	7/7
Libia	B	7/7
Marocco	B	4/7
Siria	B	7/7
Terr. Palestinesi	B	7/7
Tunisia	A	3/7
Turchia	B	5/7
Irak	B	7/7
Arabia Saudita	A	3/7
Giordania	B	6/7
Kuwait	A	2/7
Iran	B	4/7
Africa Sub Sahariana, ad eccezione dei seguenti paesi	A/B/C	7/7
Lesotho	B	6/7
Mauritius	B	3/7
Namibia	B	3/7
Senegal	C	6/7
Sud Africa	B	3/7
Fondo Cina	Classe	Categoria
Cina	A	2/7
Fondo Russia e Ucraina	Classe	Categoria
Russia	B	4/7
Ucraina	B	6/7

Fonte: SACE

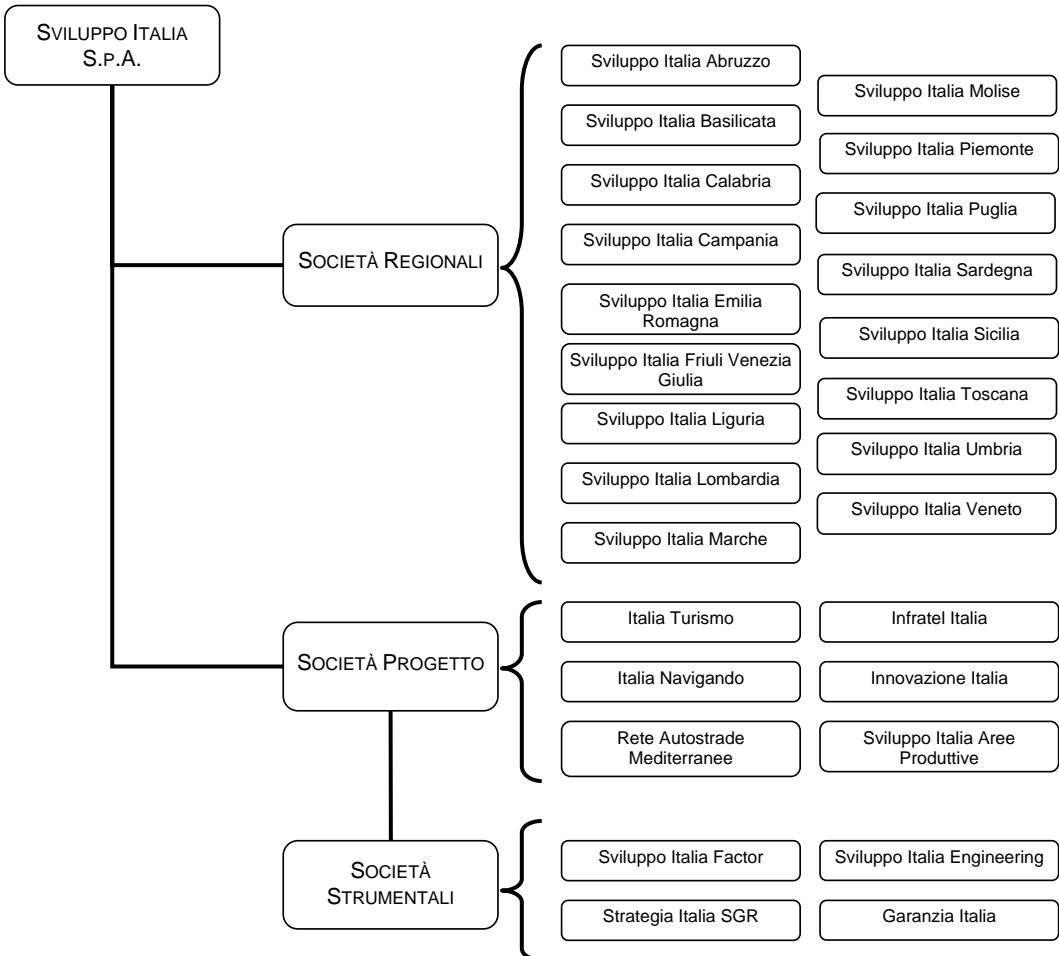


Figura 37. Il Gruppo Sviluppo Italia
Fonte: Sviluppo Italia

BIBLIOGRAFIA

- Bonassi, C. (2005), *Investimenti esteri ed esportazioni: complementi o sostituti?*, in Istituto per il commercio estero (a cura di), *Rapporto ICE 2004-05*, Roma, pp. 25-27
- Buonitalia (2006), *Il contratto per l'internazionalizzazione del sistema agroalimentare italiano*.
- Castellani D., Colaurcio C. e De Benedictis L. (2005), *Incentivi e assistenza alle imprese internazionalizzate nell'indagine CER-ICE*, in ICE e ISTAT (a cura di), *Rapporto ICE 2004-05 "L'Italia nell'economia internazionale"*, Roma, pp. 449-453.
- CIB (2006), *Finanza agevolata. Competence for International Business*, <http://www.impresando.it/CIB/progetti.htm>, May 2006.
- Colacurcio C. (2005), *Internazionalizzazione passiva e attrattività*, Istituto per il Commercio Estero (A cura di), *Rapporto ICE 2004-2005*. Roma, pp. 183-186.
- Commissione Europea (2006), *Previsioni economiche di primavera della Commissione per il 2006-2007: la crescita riparte*. Press release, <http://europa.eu.int/italia/news/10b1463b77b.html>, May 2006.
- Conte P. (2005), *Enti nazionali a supporto dell'internazionalizzazione delle imprese. Unicredit Banca d'Impresa*, www.brianzablab.it/mediateca/PDF/ConteEnti.pdf, May, 2006.
- Coopération Bancaire pour l'Europe, SACE, e Sanpaolo IMI (2006), *Fare impresa all'estero: guida agli strumenti per l'internazionalizzazione*, Roma: «Il sole 24 ore», pp. 50-66.
- Di Stasi A. (2005), *Il Ministero delle Attività Produttive per l'internazionalizzazione delle Pmi. Mercato Globale*, <http://www.mglobale.it/interna.asp?sez=445&info=20155>, 2005.
- Direzione generale promozione scambi MAP (2005), *Tipologie e attività di politica promozionale*. Roma: Ministero Attività Produttive – Area internazionalizzazione, pp. 39-47.
- Eiteman D.K., Stonehill A.I., e Moffet M.H. (2005), *Multinational business finance*. 10th edition. Addison Wesley, pp. 417-440.
- ENIT (2006), Ente Nazionale Italiano per il Turismo. <http://www.enit.it/chiSiamo.asp?lang=IT>, Jul, 2006.
- EUROSTAT (2005), *External trade by activities and firm size*. Working Paper. Theme 6.
- Feenstra R.C. (2004), *Advanced international trade: theory and evidence*. Princetown University Press, cap. 3.
- Finicelli A., Liccardi A., e Sbracia M. (2005), *Un nuovo indicatore di competitività per l'Italia e per i principali Paesi industriali ed emergenti*. Banca d'Italia, Supplementi al bollettino statistico. Note metodologiche, anno XV, n. 66.
- FORMEZ, e Dipartimento della funzione pubblica per l'efficienza delle amministrazioni (2003), *La governance dei processi di internazionalizzazione dei sistemi produttivi locali: politiche e strumenti per la pubblica amministrazione – Le agenzie nazionali a supporto dell'internazionalizzazione*. <http://si.formez.it/internal/communitypoint.html>, Apr, 2006.
- Hummels D., e Klenow P.J. (2005), *The variety and quality of a nation's exports*. «American Economic Review», 95, 3, pp. 704-722.
- ICE (2006), Istituto Nazionale per il Commercio Estero. <http://www.ice.gov.it/>, Sep, 2006.
- ICE, e ISTAT (2006), *Commercio estero e attività internazionali delle imprese – Annuario 2005 – Mercati, servizi, investimenti diretti*. Roma: Istituto Nazionale per il Commercio Estero, pp. 95-136.
- ICE, e ISTAT (2006), *Rapporto ICE 2005 – 2006 "L'Italia nell'economia internazionale"*. Edizione 2006. Roma: Istituto Nazionale per il Commercio Estero.
- ICE, e ISTAT (2005), *Rapporto ICE 2004 – 2005 "L'Italia nell'economia internazionale"*. Edizione 2005. Roma: Istituto Nazionale per il Commercio Estero.
- INFORMEST (2006), Centro di Servizi e Documentazione per la Cooperazione Economica Internazionale. <http://www.informest.it>, May, 2006.

- International Monetary Fund (2005), *Balance of payments statistics yearbook*. Volume 56. Washington: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (IMF) (2005), *World Economic Outlook*. Washington D.C.
- IPI (2006), Istituto per la Promozione Industriale. <http://www.ipi.it/inside.asp?id=975>, Jul, 2006.
- IPI (2005), *Programma pluriennale di attività 2006-2008*. <http://www.ipi.it/allegati/programma.2006-2008.doc>, Istituto per la Promozione Industriale, pp. 1-21.
- ISAE (2005), COSE, *Economic Outlook, Preliminary edition*. Nota mensile aprile-maggio, 2005.
- ISTAT (2006), *Rapporto annuale 2005*. Edizione 2006. Roma: Istituto nazionale di Statistica.
- Lanza A. (2004), *L'evoluzione delle attività di assicurazione del credito all'esportazione*, in Istituto per il Commercio con l'Estero (A cura di), *Rapporto annuale 2004-2005*. Roma, pp. 431-433.
- Maizza O. (2005), *Recenti misure a sostegno dell'internazionalizzazione: la legge 31 marzo 2005*. n. 56, in ICE, e ISTAT (A cura di) *Rapporto ICE 2004 – 2005 "L'Italia nell'economia internazionale"*. Roma, pp. 408-409.
- Ministero del Commercio Internazionale (2006), *Gli enti e i servizi nazionali a supporto dell'internazionalizzazione delle imprese*.
- Ministero del Commercio Internazionale (2006), *Strumenti di sostegno all'internazionalizzazione delle imprese*. <http://www.mincomes.it/strumenti/indice.htm>, Aug, 2006.
- Miranet (2006), *Guida alla finanza agevolata*. <http://www.miranet.it/finanziamenti/finanza.html>, Jun, 2006.
- Organizzazione mondiale per il commercio (2006), *World trade 2005, prospects for 2006*, Comunicati stampa, n. press/437.
- Palazzi M. (2004), *SIMEST: Cina, la sfida, le opportunità*. Udine: Camera di Commercio di Udine.
- SACE (2006), *Istituto per i Servizi Assicurativi del Commercio Estero*. www.sace.it, Sep, 2006.
- SACE (2006), *Rapporto annuale 2005*. Edizione 2006. Roma: Istituto per i Servizi Assicurativi del Commercio Estero.
- SACE (2005), *Competitività e internazionalizzazione del Sistema Italia*. Il ruolo di SACE. Roma: Istituto per i Servizi Assicurativi del Commercio Estero, pp. 59-75.
- SACE (2005), *Rapporto annuale 2004*. Edizione 2005. Roma: Istituto per i Servizi Assicurativi del Commercio Estero.
- Senato della Repubblica (2004), *Relazione sullo stato di attuazione della legge recante norme sulla promozione della partecipazione a società e imprese miste all'estero*. Roma: Senato della Repubblica – XIV Legislatura.
- SIMEST (2006), *Bilancio e relazioni d'esercizio 2005. Progetto di bilancio per l'assemblea degli azionisti*. Roma: Società Italiana per le Imprese all'Estero.
- SIMEST (2006), Società Italiana per le Imprese all'Estero. <http://www.simest.it/frameset.asp>, Aug, 2006.
- Sviluppo Italia (2006), Sviluppo Italia, agenzia nazionale per lo sviluppo d'impresa. <http://www.sviluppoitalia.it>, Aug, 2006.
- Tellini G. (2005), *L'assicurazione del credito e degli investimenti come strumento di competitività nei Paesi emergenti*. Summit Made-in-Italy, SACE, Oct, 2005.
- Unctad (2004), *Prospects for foreign direct investment and strategies of transnational corporations 2004-2007*. United Nations Conference on trade and development. Geneva, http://www.unctad.org/en/docs/iteit20048_en.pdf, 2004.
- UNIONCAMERE (2005), *Le piccole e medie imprese nell'economia italiana. Rapporto 2004*. Roma: Unioncamere.
- United Nations, e Unctad (2006), *Data show foreign direct investment climbed sharply in 2005*, Press releases, n. Unctad/press/pr/2006/002.
- World Trade Organization (2005), Press release, 14, Apr.



CONFINDUSTRIA
Giovani Imprenditori

PARTE IV

LA VOCE

AGLI IMPRENDITORI

* Emanuele Teti è Assistant Professor dell'Area Finanza Aziendale e immobiliare della SDA Bocconi e
Professore a contratto di Finanza aziendale presso l'Università Bocconi di Milano

A cura di
Emanuele Teti *

CAPITOLO 1. FINANZA E CRESCITA DELLE IMPRESE ITALIANE: UN'ANALISI EMPIRICA (di E. Teti)

Introduzione

Per dare evidenza empirica alle considerazioni teoriche espresse nei capitoli precedenti ci proponiamo di analizzare nel dettaglio il comportamento delle imprese italiane con un questionario preparato allo scopo. I soggetti che hanno contribuito allo studio sono 105 aziende di diversa grandezza e appartenenti a settori differenti, operanti su tutto il territorio italiano. Di queste, la maggiore parte è tuttavia di dimensioni piccole, poiché più della metà registra un fatturato annuo inferiore ai 10 milioni di euro. Inoltre, seppur siano state interpellate numerose aziende appartenenti a comparti industriali differenti, la maggior parte di esse fa riferimento al settore manifatturiero. Oltre a ciò, la gran parte delle aziende studiate è dislocata geograficamente nel Nord Italia.

Il modulo si compone di trentuno domande, per alcune delle quali sono stati previsti ulteriori quesiti a precisazione della risposta data. Il questionario è formato da due sezioni, la prima delle quali è puramente conoscitiva. Essa concerne difatti le caratteristiche anagrafiche delle aziende intervistate, vale a dire ubicazione, assetto proprietario, settore di riferimento, livello di fatturato ed altre caratteristiche distintive. La seconda sezione è invece il nucleo dello studio, analizzando il rapporto tra finanza e crescita delle aziende interpellate e si compone a sua volta di quattro parti.

La prima parte riflette sulla crescita odierna e le aspettative per il futuro delle imprese italiane, studiandone il trend di esportazioni e il livello di crescita, attuale e previsto. Inoltre, indaga rispetto alle modalità di realizzazione operativa delle ambizioni di crescita, le modalità di finanziamento e la localizzazione geografica.

La seconda e la terza parte sono strettamente correlate, studiando rispettivamente le modalità e gli strumenti di debito e quelli di equity utilizzati. La parte relativa al debito (inteso in tutto il capitolo come passività di tipo finanziario, quindi non relativo al capitale commerciale) indaga sul rapporto di *leverage* delle aziende interpellate, sulle modalità eventualmente previste rispetto a forme di finanziamento per nuovi investimenti strategici nei prossimi anni. I quesiti sul capitale proprio puntano a chiarire se le aziende prendono in considerazione una più ampia capitalizzazione, eventualmente con quali tipologie di strumento, nonché il ruolo che deve essere mantenuto dai proprietari aziendali nel caso in cui l'azienda si aprisse a nuove forme di capitale di rischio.

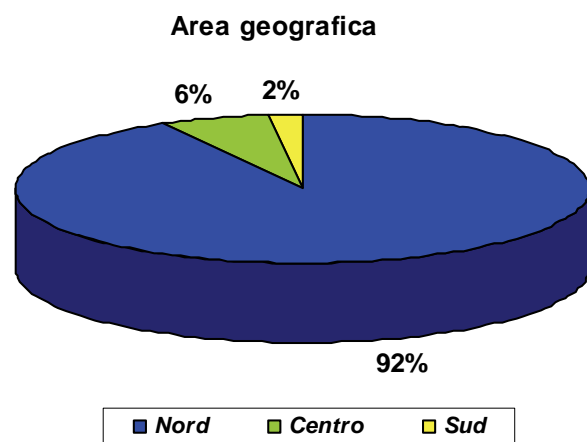
La quarta parte si occupa degli strumenti di finanza agevolata, analizzando pertanto gli eventuali strumenti che le imprese utilizzano in tale campo e i tipi di servizi che esse adottano nel rapporto con gli istituti di credito a sostegno delle attività di internazionalizzazione. Inoltre, si occupa degli strumenti di comunicazione eventualmente impiegati o utilizzabili nella gestione del rapporto con le banche.

1.1. Parte prima: Anagrafica dell'azienda

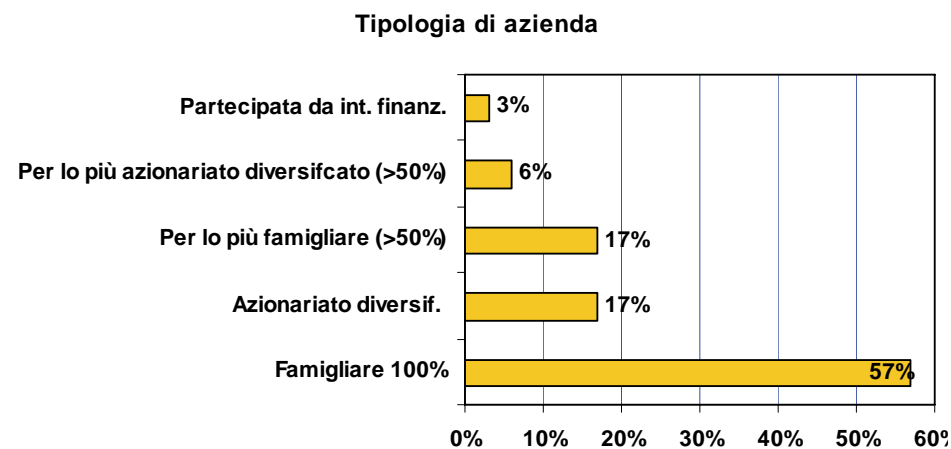
La prima parte del questionario ha una finalità essenzialmente conoscitiva, mentre la seconda sarà specificatamente focalizzata sullo studio del rapporto esistente tra finanza e crescita nelle imprese italia-

ne. In questa prima parte, si mira ad identificare ubicazione, assetto proprietario, settore di riferimento, livello di fatturato, numero di occupati e filiali produttive e commerciali delle aziende intervistate dislocate all'estero.

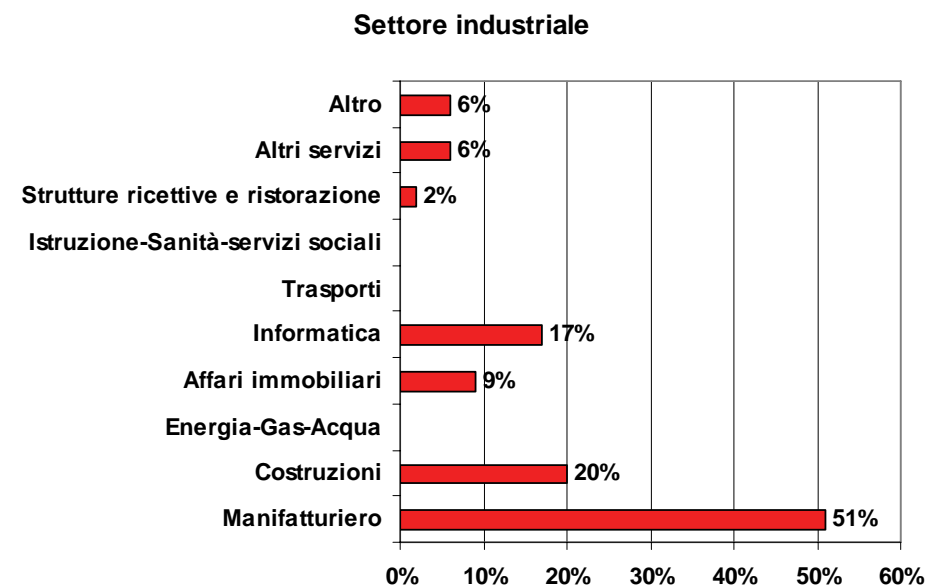
La prima domanda permette di identificare la collocazione geografica delle aziende coinvolte nel questionario. Emerge in modo chiaro come la grande maggioranza delle imprese di riferimento, oltre il 92%, sia del Nord Italia, mentre quote residuali, pari rispettivamente a 6% e 2% spettano a Centro e Sud Italia.



La seconda domanda si interroga sulla proprietà aziendale, studiando la tipologia di azionariato che distingue le aziende. Il dato nazionale conferma quanto già noto: il 57% delle aziende ha un assetto proprietario di "tipo familiare", composto esclusivamente dalla famiglia dell'imprenditore. Inoltre, il 17% ha una proprietà mista ma composta per oltre il 50% da membri della famiglia. L'azionariato diversificato riguarda il 17% delle società studiate. Quote minoritarie si riferiscono invece ad aziende con azionariato per lo più diversificato (6%) e da partecipate da intermediari finanziari (3%).

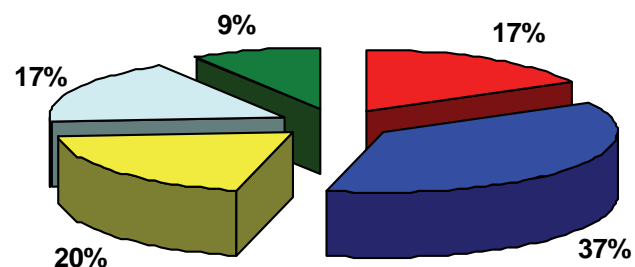


Il settore di riferimento in cui le società operano è richiesto con la terza domanda. È possibile constatare come la metà del campione afferisca al settore manifatturiero, mentre alcuni dei comparti citati non hanno ottenuto alcuna risposta. Il settore delle costruzioni interessa un quinto delle società analizzate, e anche l'informatica ha una rilevanza notevole, includendo il 17% del campione oggetto di analisi. Tutti gli altri comparti hanno ottenuto percentuali inferiori a 10%: gli affari immobiliari sono stati scelti da poco meno di un decimo delle organizzazioni italiane, mentre percentuali molto più limitate sono state conseguite da altre attività e tipologie varie di servizi.



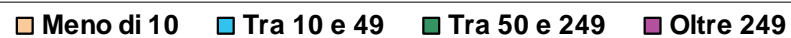
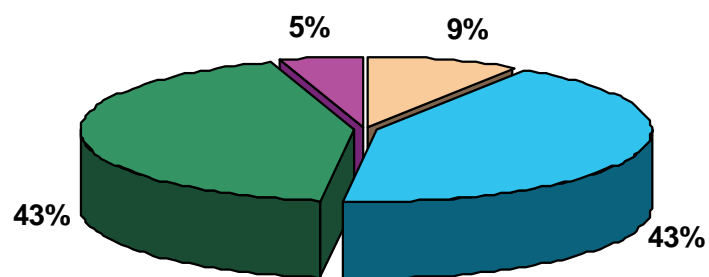
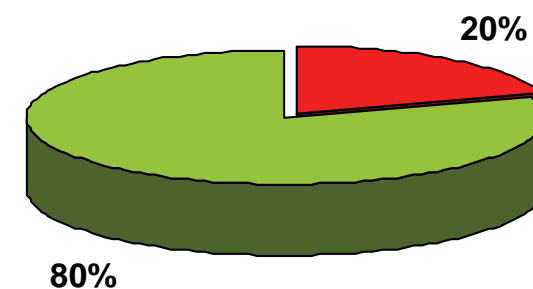
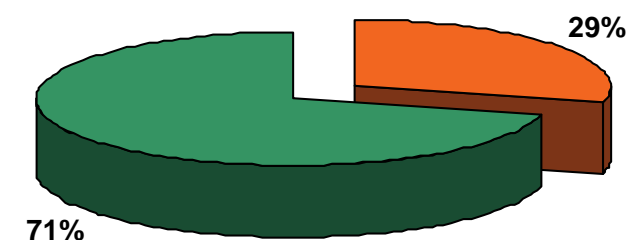
La quarta domanda analizza il valore numerico del fatturato nel corso dell'esercizio 2005. È possibile constatare un dimensionamento medio abbastanza limitato, in quanto il 37% del campione ha ottenuto una quota di ricavi compresi tra 2 e 10 milioni di euro nel periodo considerato. A ciò si aggiunga il 17% di coloro che hanno registrato meno di 2 milioni di fatturato, da cui si evince che il 54% delle imprese ha quindi contabilizzato un fatturato annuo inferiore ai 10 milioni di euro. Meno della metà delle aziende supera i 10 milioni di fatturato: nello specifico un quinto del totale analizzato contabilizza ricavi compresi tra 10 e 20 milioni di euro, mentre il 17% tra 20 e 50 milioni. Infine, meno di un decimo delle imprese ha superato i 50 milioni di euro di fatturato nel 2005.

Le risposte alla domanda cinque confermano le teorie note sull'impresa italiana, evidenziandone la piccola dimensione. Il 43% delle organizzazioni ha infatti un numero di dipendenti molto esiguo, compreso tra 10 e 49 unità. Se a tale numero si aggiunge il 9% di coloro che hanno addirittura meno di 10 lavoratori in staff, il dimensionamento di riferimento dell'azienda italiana appare facilmente identificabile. Un ulteriore 43% ha registrato un numero di addetti superiore a 50 ma inferiore a 250 individui. Solamente un'azienda su venti segnala un numero di dipendenti superiore a 250 unità.

Fatturato 2005

La sesta e settima domanda si occupano della presenza delle aziende al di fuori del territorio italiano chiedendo, rispettivamente, se esse hanno filiali produttive e filiali commerciali all'estero.

Le risposte mettono in luce come le nostre imprese mantengano in modo evidente una forte connotazione di "italianità". Infatti, mediamente quattro aziende su cinque non hanno filiali produttive all'estero, così come il 71% di esse non ha filiali commerciali fuori dal territorio italiano.

Numero di dipendenti**Filiali produttive estere****Filiali commerciali estere**

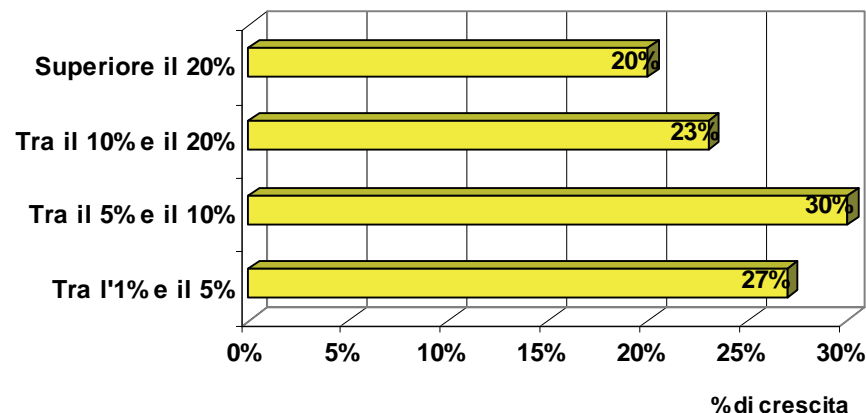
2.1. Parte Seconda: Finanza e Crescita

2.1.1. La crescita odierna e le aspettative per il futuro

La seconda sezione del questionario analizza il rapporto tra finanza e crescita nelle aziende italiane. La prima parte si interroga sul trend di crescita o decrescita delle organizzazioni interpellate nonché sull'andamento delle esportazioni. D'altro canto, si occupa di esaminare, rispetto agli stessi temi, le prospettive future.

La prima domanda mira ad individuare il trend, in crescita o decrescita, del fatturato nel corso del biennio 2004-2005. I risultati sono positivi, in quanto solo due aziende hanno affermato di avere avuto un trend in decrescita, con percentuali comprese tra -5% e -10% e tra -10% e -20%. Le restanti aziende hanno affermato di aver registrato una fase positiva. Il 30% ha segnalato una crescita tra il 5% e il 10%. Una percentuale di poco inferiore ha invece realizzato una crescita compresa tra 1% e 5%. Quasi un quarto del campione ha ottenuto invece uno sviluppo molto cospicuo, tra il 10% e il 20%, mentre un quarto di esso si è spinto addirittura oltre, con una crescita superiore al 20%.

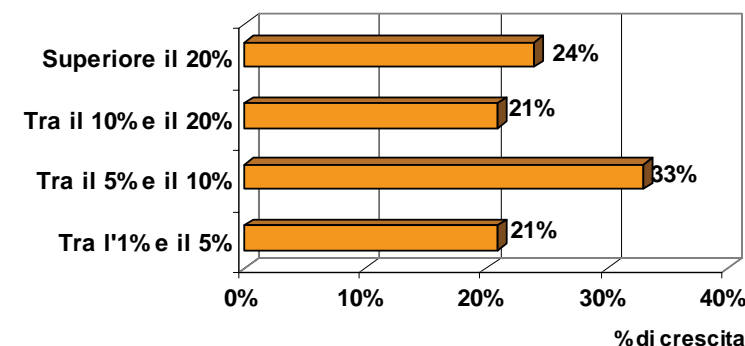
Crescita biennio 04-05



Un quesito simile al precedente è posto con la seconda domanda, che però è posta con l'obiettivo di effettuare una previsione futura. È richiesto l'andamento del fatturato, in crescita o decrescita, per gli anni 2006-2007.

Il 33% delle imprese prevede una crescita nel successivo biennio tra il 5% e il 10%. Il 21% del campione è più cauto, valutando una crescita compresa tra 1% e 5%, mentre una percentuale equivalente stima uno sviluppo compreso tra il 10% e il 20%. Quasi un quarto delle aziende ha una visione ancora più ottimistica, ipotizzando una crescita superiore al 20%. Solo un'azienda ha risposto di prevedere un trend in decrescita nel biennio a venire, con percentuali in calo tra l'1% e il 5%.

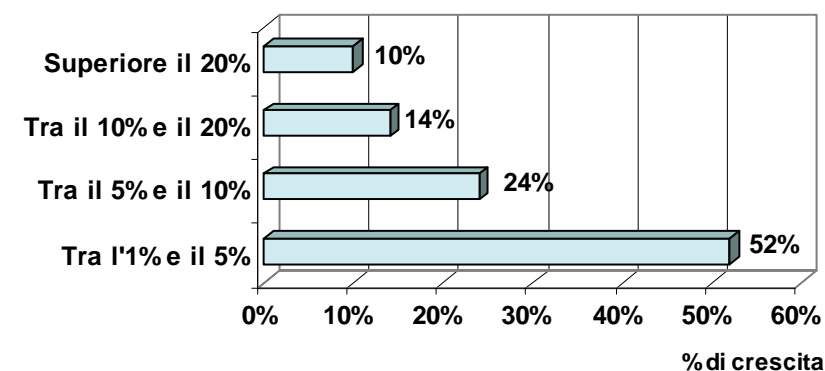
Crescita per il prossimo biennio



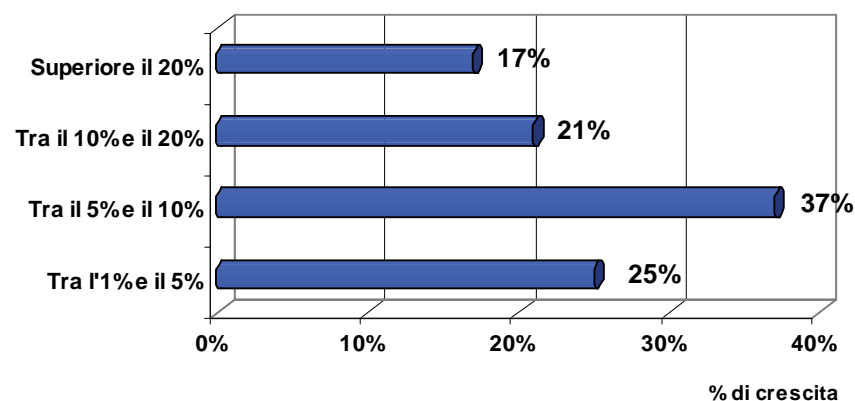
La terza domanda indaga sull'andamento della quota di export sul fatturato nel biennio 2004-2005. La domanda quattro si interroga sulla stessa finalità, ma rispetto alla prospettiva manifestata per il biennio 2006-2007.

Relativamente alla quota di esportazioni sul fatturato nel biennio 2004-2005, oltre la metà delle società dichiara percentuali comprese tra 1% e 5%. Le altre risposte ottengono percentuali inferiori, in riduzione al crescere della percentuale. Solo un'azienda su dieci registra per esempio una quota superiore al 20%. Solo due sono state le risposte che segnalano una quota di export su fatturato decrescente. Rispetto alle previsioni per il biennio 2006-2007, il 37% stima una quota di esportazioni sulle vendite compresa tra 5% e 10%. Un quarto delle aziende ipotizza una quota compresa tra 1% e 5%, mentre un quinto delle stesse tra 10% e 20%. Esiste anche una parte di aziende, pari al 17%, che stima di avere una quota di esportazioni su ricavi superiore al 20%. Solo un'azienda ha valutato una decrescita, con valori tra -5% e -10%.

Quota di export sul fatturato nel biennio 04-05



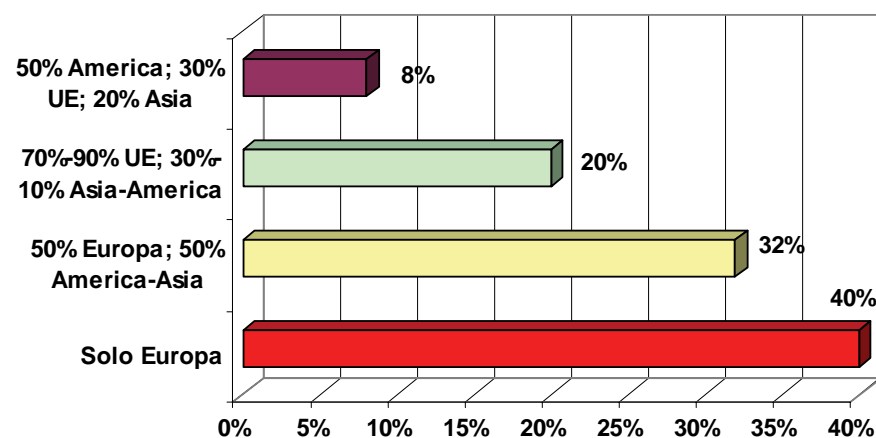
Quota di export sul fatturato nel prossimo biennio



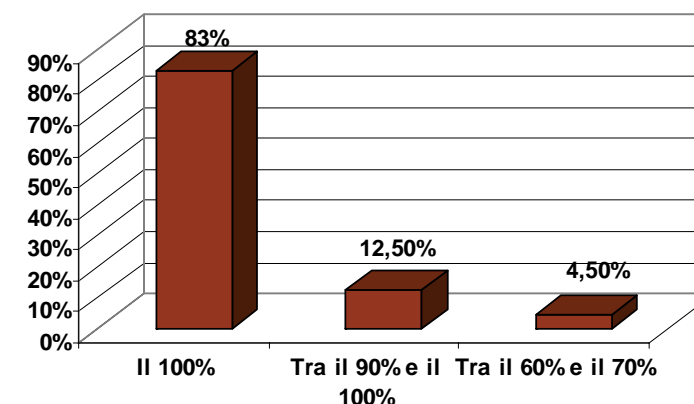
La quinta domanda richiede di identificare le aree geografiche in cui si rivolge principalmente l'export delle aziende. Abbiamo cercato di aggregare le diverse risposte in macro-classi, in funzione delle differenti opinioni espresse, in modo da garantire un adeguato livello di rappresentatività delle differenti opinioni espresse.

Il 40% dichiara che il fatturato scaturente da esportazioni è realizzato essenzialmente all'interno dell'Europa, mentre il 32% afferma di ripartire il proprio fatturato da export in Europa, per metà, e in Asia e America, per la restante metà. Un quarto delle aziende ha un fatturato da esportazioni essenzialmente nei paesi dell'Unione Europea, con percentuali tra il 70 e 90%, mentre il restante 30% e 10% è realizzato in Asia e America. Una percentuale inferiore dichiara di realizzare il 50% del fatturato da esportazioni in America e il restante 50% nell'Unione Europea e nel resto del Mondo.

Inoltre, l'83% dichiara di conseguire il 100% del fatturato nell'Unione Europea, una percentuale pari al 12,5% realizza in Europa più del 90% dei propri ricavi. Solo una quota del 4,5% genera quote inferiori di ricavi in Europa, per percentuali comprese tra il 60% e 70%.

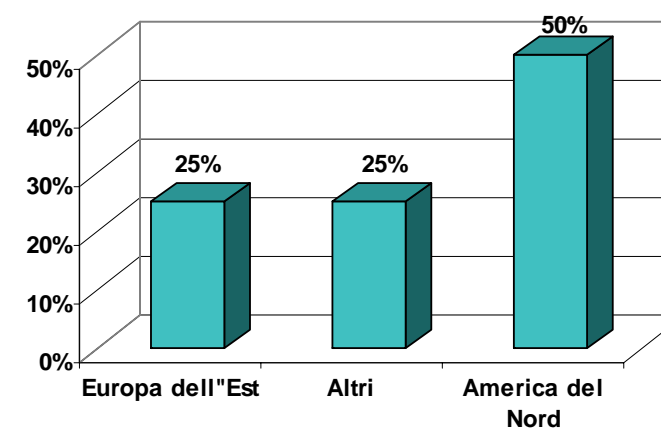


% di fatturato prodotta in UE-15



Tramite la sesta domanda si vuole conoscere in quali aree geografiche al di fuori dell'Europa è realizzata la produzione e quanto questa incida sul fatturato complessivo. Si può notare in modo chiaro come l'area preferita sia l'America del Nord, selezionata dalla metà degli interpellati, mentre il restante 50% è equamente ripartito tra differenti Paesi dell'Europa dell'Est e altre aree geografiche.

Aree di produzione extra UE

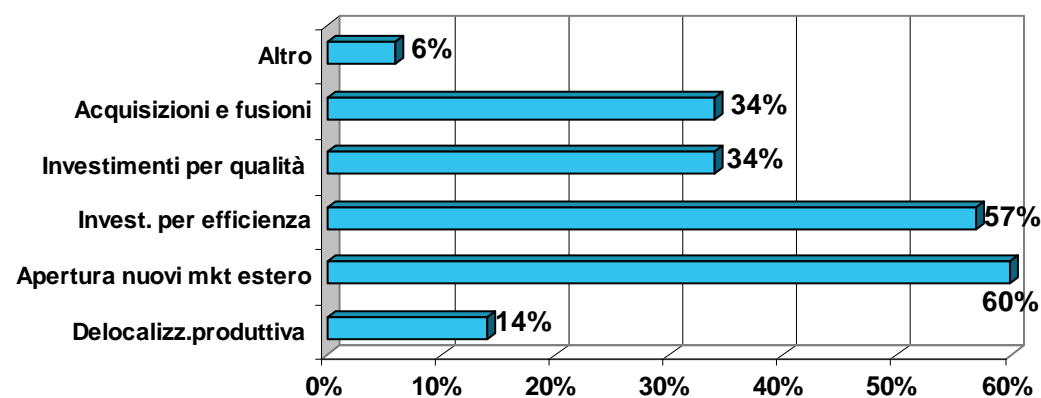


I quesiti sette e otto si focalizzano sulle ambizioni di crescita delle società, chiedendo rispettivamente le modalità di realizzazione scelte per tale finalità e le relative modalità di finanziamento. Per entrambe le domande le aziende hanno potuto fornire più di una risposta.

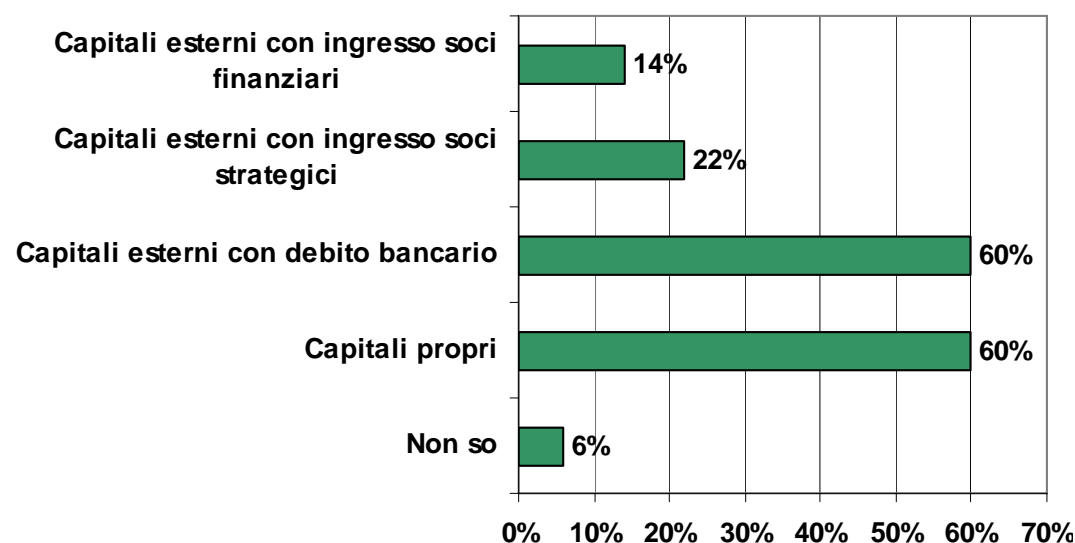
È possibile constatare come l'apertura di nuovi mercati all'esterno sia l'opzione preferita dal 60% degli intervistati, e una percentuale di poco inferiore ottenga la soluzione "investimenti interni per il miglio-

ramento dell'efficienza". Un terzo ambisce a crescere mediante acquisizioni e fusioni con altri soggetti e un altro terzo ha riposto di privilegiare gli investimenti per elevare il livello medio qualitativo dei prodotti. Da ultimo, il 14% ha risposto di puntare alla delocalizzazione produttiva.

Processi di crescita potenziali



Finanziamento della crescita



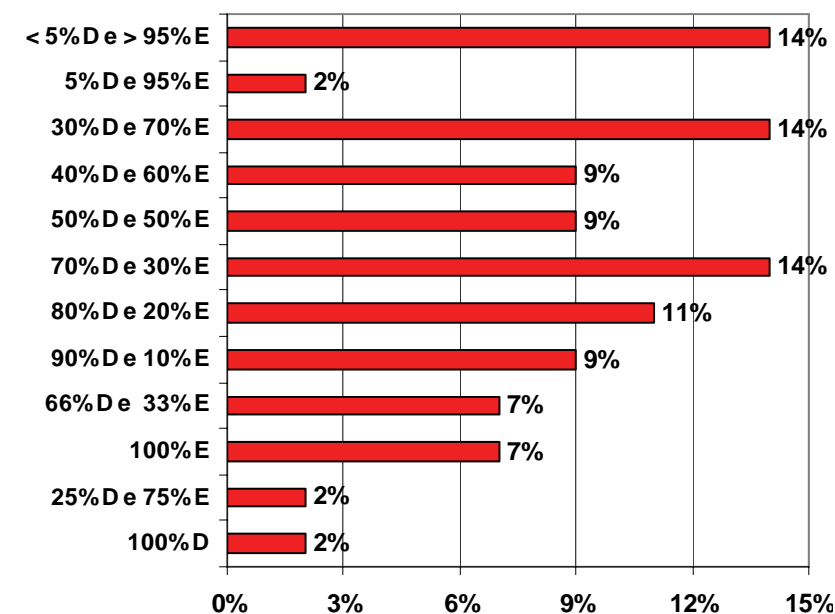
Rispetto alla modalità di finanziamento del processo di crescita, il capitale proprio e l'utilizzo di capitali esterni mediante debito bancario costituiscono le soluzioni preferite, entrambe dal 60% delle aziende. Le altre opzioni ottengono tutte percentuali inferiori. Il 22% vorrebbe un percorso di sviluppo tramite capitale esterno con ingresso di nuovi soci strategici, mentre il 14% utilizzerebbe lo stesso strumento ma per l'ingresso di nuovi soci di tipo finanziario.

2.1.2 Gli strumenti di debito

La seconda parte della sezione "finanza e crescita" si focalizza sul ruolo del debito finanziario in azienda. Nello specifico, punta a identificare la proporzione tra debito e patrimonio netto, se si pensa di modificare tale rapporto e in quale modo. Da ultimo, si vuole sapere se è stato ipotizzato di utilizzare il debito come forma di finanziamento per nuovi investimenti strategici nei prossimi anni.

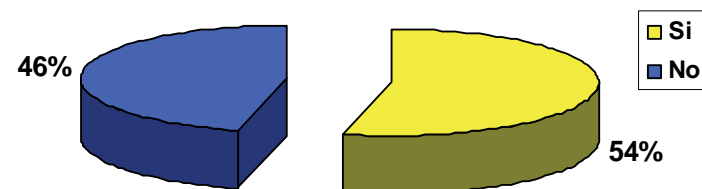
La prima domanda studia il *leverage* delle aziende analizzate, chiedendo di indicare la proporzione attualmente esistente tra debiti finanziari e patrimonio netto. Riscontriamo strutture finanziarie molto differenti. Il 14% delle aziende afferma di detenere una struttura del capitale composta per circa il 70% da debito e 30% da capitale netto, mentre un altro 14% dichiara l'esatto opposto: 70% equity e 30% debiti. Una fetta molto grande di aziende sostiene che il patrimonio netto è la parte quasi esclusiva delle proprie passività, ma d'altro canto l'11% afferma di avere in stato patrimoniale 80% di passività finanziarie e 20% di patrimonio netto, vale a dire un rapporto di *leverage* pari a 4; il 9% attesta di avere il 90% di debiti e il 10% di capitale proprio. Emerge pertanto un quadro molto vario, nel quale non è possibile identificare una struttura finanziaria di riferimento, ma aziende diverse, ciascuna contraddistinta da una proporzione tra debiti finanziari e capitale di rischio molto differente.

Proporzione debito e patrimonio netto

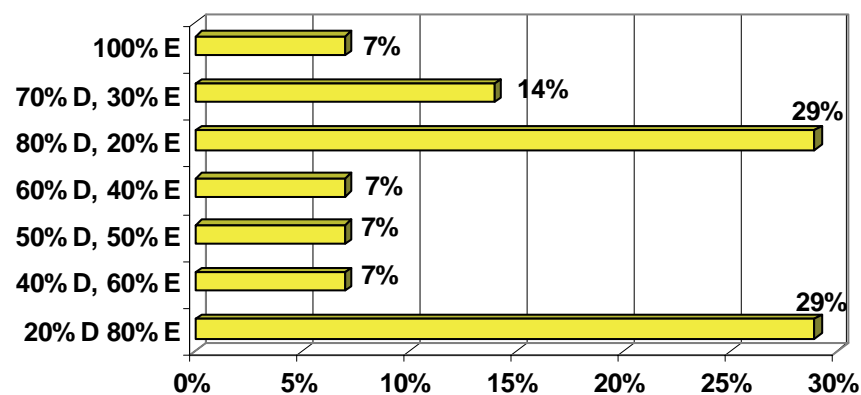


Tramite la seconda domanda è chiesto se si prevede, nel biennio successivo, di modificare il rapporto debito-patrimonio netto, ed eventualmente in quali proporzioni. Il 54% del campione ha risposto in modo affermativo a tale quesito. Anche rispetto a questa domanda, l'analisi non conduce a soluzioni univoche rispetto alla proporzione debiti-capitale netto prevista. Poco meno del 30% delle imprese ipotizza una struttura finanziaria composta per l'80% da debito e per il 20% da equity, ma, allo stesso modo, una percentuale equivalente immagina una struttura del capitale sociale composta per il 20% da mezzi di terzi e per l'80% da capitale proprio. Quasi il 15% delle aziende è a favore di un rapporto di *leverage* abbastanza elevato, prevedendo debiti pari al 70% ed equity per il 30%. Altre soluzioni ottengono percentuali inferiori, tutte per lo più indirizzate verso un maggior apporto di mezzi di terzi rispetto a mezzi propri. Soltanto il 7% del campione dichiara invece di voler puntare ad una forte patrimonializzazione dell'azienda, con valori di capitale proprio prossimi al 100%.

**Variazione nel prossimo biennio
Proporzione Debito/Patrimonio Netto**



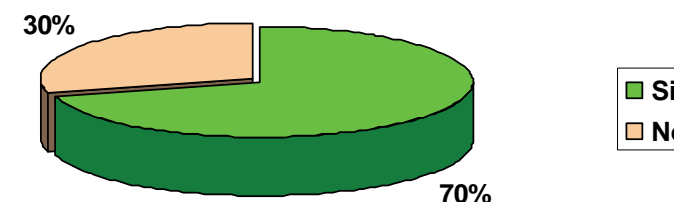
Proporzione tra debito e equity nel prossimo biennio



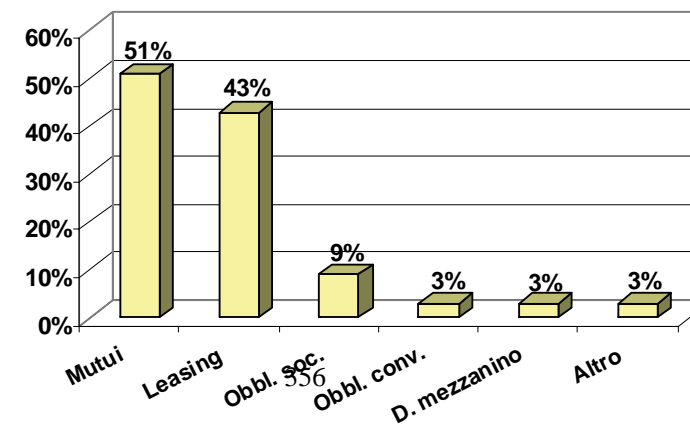
Il debito come strumento per la realizzazione di nuovi investimenti è l'argomento della terza domanda di questa parte. Si domanda se esso sia stato valutato un buon mezzo per il possibile finanziamento di nuovi investimenti strategici negli anni a venire. Poiché il 70% degli interpellati ha risposto positivamente a tale domanda, è stato richiesto di identificare lo specifico strumento selezionato. Il mutuo passivo, per la sua semplicità e per la buona maneggevolezza, costituisce la modalità preferita dal 51% delle aziende. Il 43% ha selezionato tuttavia il leasing, anche in funzione dei notevoli vantaggi di ordine fiscale scaturenti dalla sua utilizzazione.

Le altre soluzioni ottengono minori favori. Le obbligazioni societarie sono optate dal 9%, mentre obbligazioni convertibili e debito mezzanino hanno minor riscontro, trovando ciascuna il consenso del 3% degli imprenditori.

**Finanziamento di nuovi investimenti
tramite debito**



Strumenti di finanziamento per la crescita

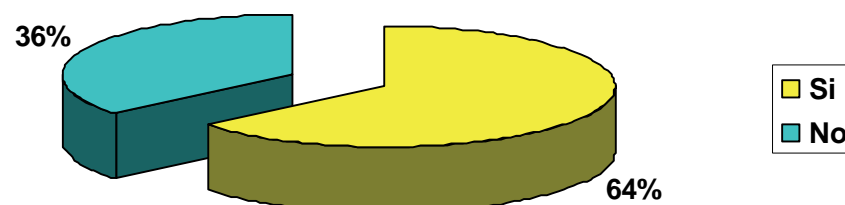


2.1.3. Gli strumenti di equity

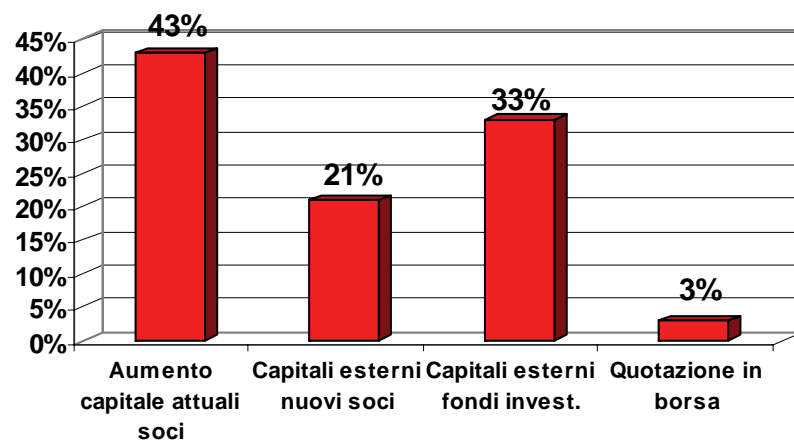
La terza parte della sezione “finanza e crescita” si occupa del ruolo dell’equity nelle aziende, indagando sul possibile aumento di capitale sociale in funzione delle ambizioni di crescita. Inoltre, analizza gli strumenti prescelti in caso di ulteriore capitalizzazione ed il ruolo che i proprietari aziendali vorrebbero mantenere in caso di apertura di capitale dell’impresa.

Con il primo ed il secondo quesito è chiesto se, in relazione alle ambizioni di crescita delle aziende, si consideri adeguato aumentare il livello di capitalizzazione, ed in caso positivo con quali strumenti. Poco meno dei due terzi del campione esaminato ha risposto affermativamente alla prima domanda. In tale caso, secondo il 43% la capitalizzazione va attuata mediante aumento di capitale sottoscritto dagli attuali soci. Circa un terzo delle aziende ritiene invece che tale processo debba essere realizzato per mezzo di capitali esterni da parte di fondi di investimento. Percentuali minori hanno ottenuto l’ipotesi di capitalizzazione con finanziamenti esterni da parte di nuovi soci (21%), mentre una quota pari al 3% prende in considerazione la soluzione della quotazione in Borsa.

La capitalizzazione deve essere aumentata?

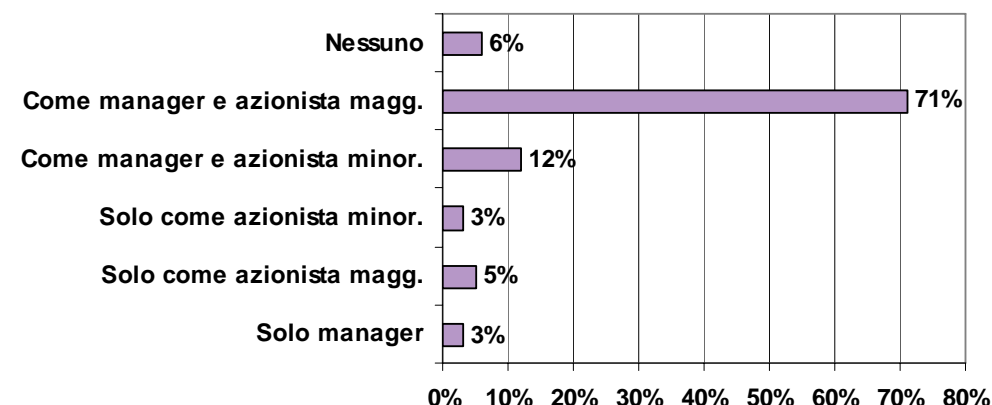


Strumenti per aumentare la capitalizzazione



A coloro che hanno ipotizzato il processo di quotazione in Borsa è rivolta la terza domanda, chiedendo quale ruolo i proprietari vorrebbero mantenere in tale eventualità. Il 71% degli imprenditori vorrebbe conservare un ruolo prioritario, sia di manager che di azionista di maggioranza. Tutte le altre opzioni ottengono consensi più limitati. Un 12% si accontenterebbe del simultaneo ruolo di manager e azionista di minoranza, mentre il 5% si vede esclusivamente come azionista di maggioranza. Una quota minoritaria, pari al 3% si vede solo come manager dell’azienda e una percentuale corrispondente solo come azionista di minoranza. Soltanto il 6% degli interpellati dichiara di non volere detenere alcuno di questi ruoli a seguito di un’eventuale quotazione in Borsa.

Ipotetico ruolo in caso di quotazione



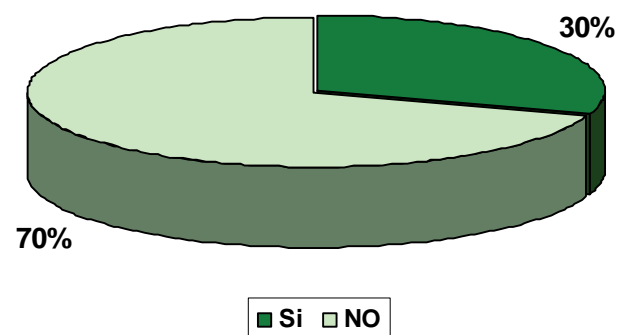
2.1.4. Gli strumenti di finanza agevolata per l’internazionalizzazione e la relazione con le Banche

La quarta ed ultima parte della sezione “finanza e crescita” studia le relazioni delle aziende con le banche e il possibile ricorso alla finanza agevolata come mezzo per l’internazionalizzazione e mediante quali strumenti. Sono inoltre esaminati gli eventuali servizi che le aziende utilizzano nel rapporto con gli istituti di credito a sostegno delle attività di internazionalizzazione, nonché le modalità di comunicazione impiegate oggi, o nell’evenienza nel futuro prossimo, per la gestione delle relazioni con gli istituti di credito.

Le prime due domande vogliono far conoscere il livello di utilizzo della finanza agevolata da parte delle aziende e l’indicazione degli eventuali strumenti da esse impiegati. Un dato sorprendente scaturisce dal primo quesito, in quanto solo il 30% delle aziende dichiara di fare utilizzo degli strumenti di finanza agevolata.

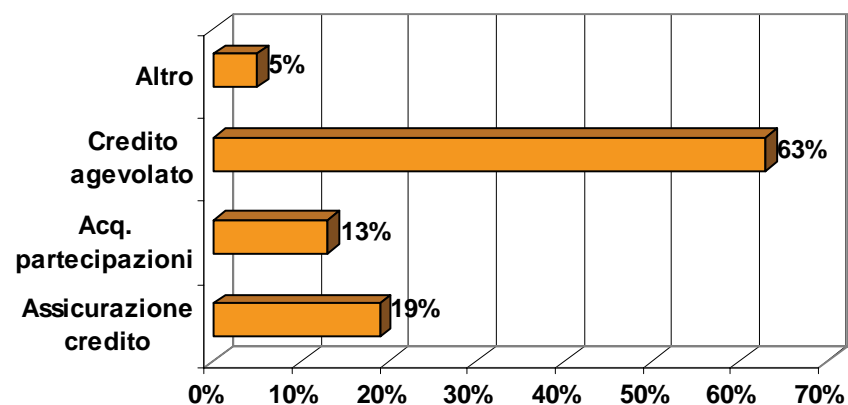
Tra questi, sicuramente il credito agevolato è la forma più conosciuta e utilizzata, vagliata dal 63% delle aziende. L’assicurazione del credito è una soluzione intrapresa da quasi un quinto delle società, mentre il 13% ha optato per l’acquisizione di partecipazioni.

Sono stati usati strumenti di finanza agevolata

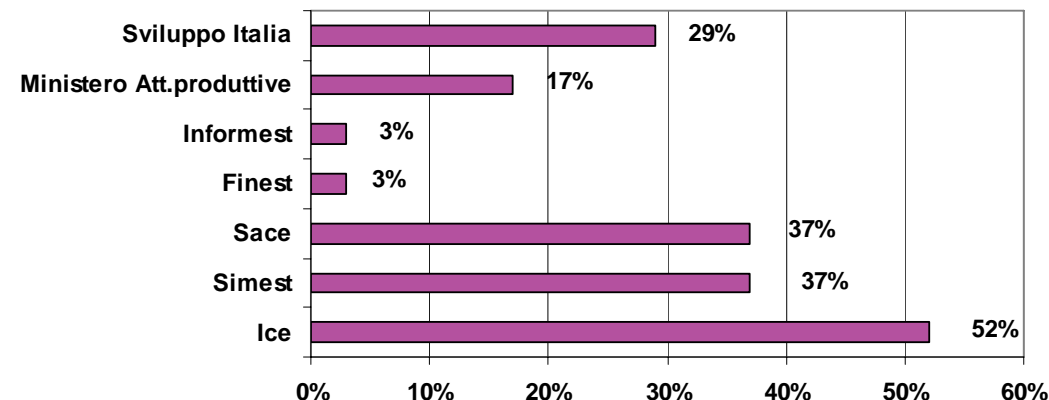


La terza domanda e la quarta domanda si focalizzano sulla relazione delle imprese con alcune Istituzioni. In particolare è chiesto se gli imprenditori sono a conoscenza di alcuni servizi offerti da un numero definito di Istituzioni e se essi abbiano fatto utilizzo di alcuni di questi servizi. Dall'indagine emerge la grande conoscenza dei servizi offerti da Ice e un buon livello di collaborazione detenuto con la stessa. Più della metà delle aziende conosce tale istituzione e il 62% ha rapporti di collaborazione con essa. Simest e Sace sono affermati, in quanto il 37% del campione conosce entrambe e il 12,5% mantiene rapporti di collaborazione con ambedue. Un ottavo delle società studiate ha rapporti di collaborazione con il Ministero delle attività produttive, la conoscenza delle cui attività è però nota ad una percentuale non elevata di imprese. D'altro canto, istituzioni come Sviluppo Italia sono note quasi al 30% degli interpellati, ma non sono tuttavia impiegate per rapporti di collaborazione. Infine, istituzioni quali Informest e Finest sono poco conosciute ai più e non sono oggetto di cooperazione da parte delle aziende.

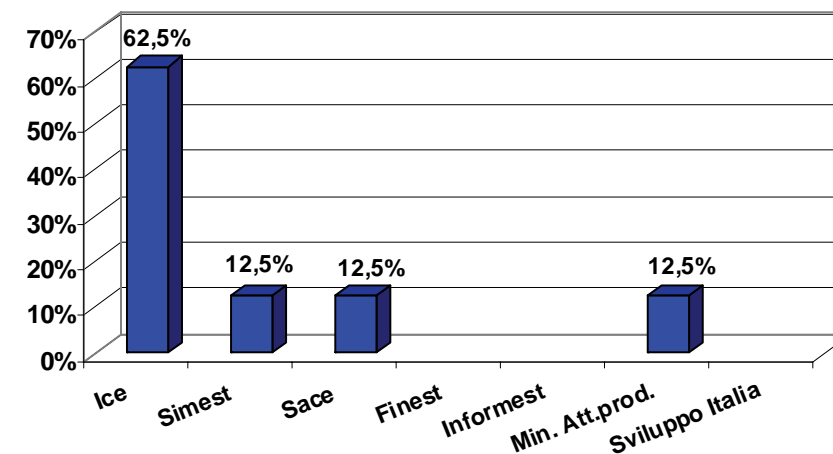
Strumenti di finanza agevolata piu' utilizzati



Conoscenza delle seguenti istituzioni

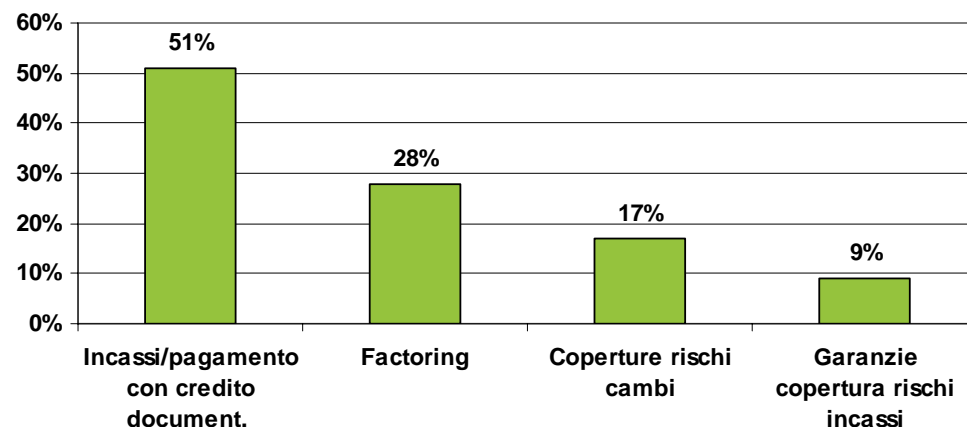


Rapporto di collaborazione



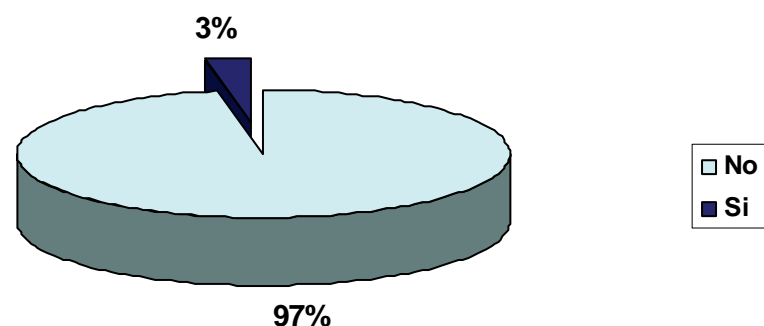
La domanda cinque invita a indicare quali tipi di servizi sono utilizzati nel rapporto attuale con gli istituti di credito a sostegno delle attività di internazionalizzazione. Il servizio di incassi e pagamento con credito documentario o altre forme garantite è la soluzione che trova maggior riscontro, tanto che più della metà delle aziende la cita nelle risposte. Buon successo riscontra anche il factoring che ottiene il 28% dei consensi. Il servizio di copertura dei rischi cambi trova concorde il 17% del campione, mentre solo il 9% ha scelto il servizio di garanzie a copertura dei rischi incassi.

Tipologie di servizi utilizzati con gli istituti di credito



Il sesto quesito approfondisce quanto chiesto con il precedente, domandando se i servizi di *advisory* sono utilizzati nel rapporto attuale con gli istituti di credito a sostegno delle attività di internazionalizzazione. Sorprendentemente quasi la totalità delle imprese afferma di non utilizzare tale forma di servizi.

Vengono utilizzati servizi di advisory

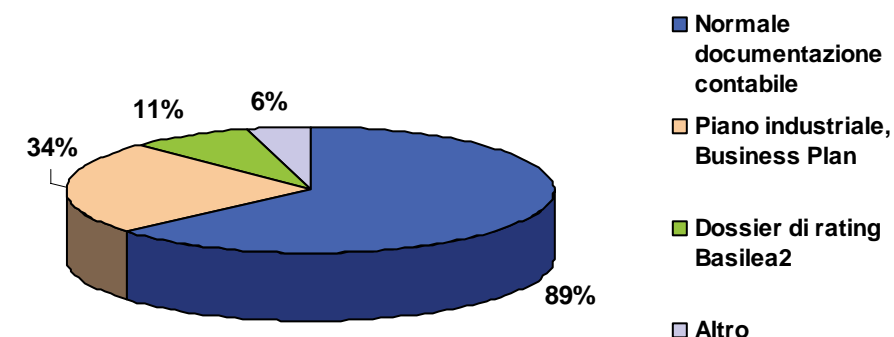


Le ultime due domande del questionario si focalizzano sul rapporto di comunicazione con le banche. È chiesto di indicare quali strumenti di informazione l'azienda ha utilizzato negli ultimi dodici mesi nella gestione del rapporto con gli istituti di credito (domanda sette) e quali intende utilizzare nell'anno successivo (domanda otto). Ad entrambe è stato possibile rispondere con più di una soluzione. Rispetto al primo punto, quasi il 90% degli interpellati dichiara di utilizzare la normale documentazione contabile (bilanci, documenti interni, etc.). Oltre un terzo del campione utilizza il piano industriale / business plan a medio e lungo periodo per tale finalità. Un gruppo innovativo di aziende, pari al 11% totale, im-

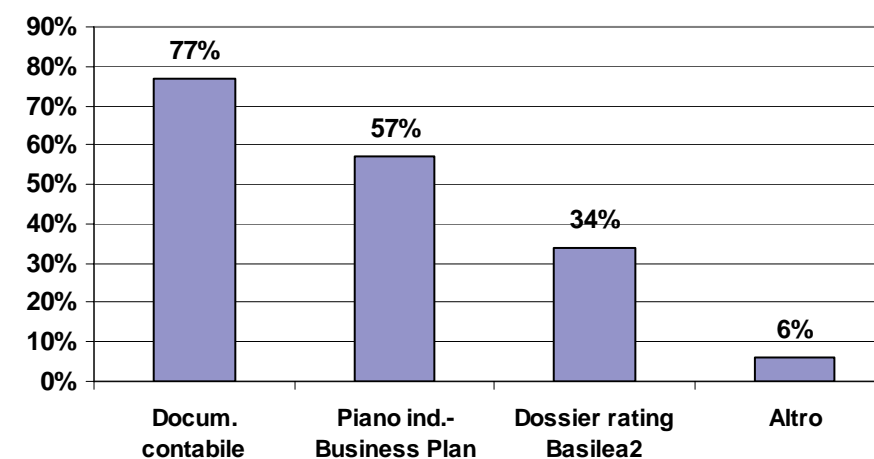
piega il dossier di rating secondo le regole di Basilea 2 per questo scopo, mentre il 6% fornisce risposte differenti, che abbiamo raggruppato nell'aggregato "altro".

Entro i successivi dodici mesi, il 77% delle aziende intervistate dichiara di voler continuare ad utilizzare la normale documentazione contabile per comunicare efficacemente con gli istituti di credito. Un numero crescente di soggetti vorrebbe rivolgersi al piano industriale / business plan a medio e lungo periodo, che raccoglie i favori del 57% delle organizzazioni. Le innovazioni scaturite da Basilea 2 spronano un terzo del campione a servirsi dei relativi dossier di rating per questa finalità, mentre soluzioni residuali sono indicate dal 6% delle imprese.

Strumenti di comunicazione vs istituti di credito



Strumenti di comunicazione vs istituti di credito nei prossimi 12 mesi





CONFINDUSTRIA
Giovani Imprenditori

APPENDICE

QUESTIONARIO DI INDAGINE SU FINANZA E CRESCITA DELLE IMPRESE ITALIANE

* Emanuele Teti è Assistant Professor dell'Area Finanza Aziendale e immobiliare della SDA Bocconi e
Professore a contratto di Finanza aziendale presso l'Università Bocconi di Milano

Risultati relativi alle imprese analizzate
Numero di imprese censite: 105

ANAGRAFICA DELL'AZIENDA

Dove è ubicata la sede dell'azienda?

Nord Italia	92%
Centro Italia	6%
Sud Italia	2%

La vostra azienda è?

Famigliare (100%)	57%
Ad azionariato diversificato (100%)	17%
Prevalentemente famigliare (> 50%)	17%
Prevalentemente ad azionariato diversificato (>50%)	6%
Partecipata da intermediari finanziari	3%

In quale settore rientra l'attività svolta dalla vostra azienda?

Manifatturiero	51%
Costruzioni	20%
Energia – Gas – Acqua	–
Affari immobiliari	9%
Informatica – Ricerca – Servizi alle imprese	17%
Trasporti – Magazzinaggio – Comunicazione	–
Istruzione – Sanità – Altri servizi sociali	–
Strutture ricettive e ristorazione	2%
Altri servizi	6%
Altro (indicare)	6%

Qual è stato il fatturato della vostra azienda nell'esercizio 2005?

Meno di 2 milioni di euro	17%
Tra 2 e 10 milioni di euro	37%
Tra 10 e 20 milioni di euro	20%
Tra 20 e 50 milioni di euro	17%
Superiore a 50 milioni di euro	9%

Alla fine dello scorso anno (2005) quanti erano gli occupati dell'impresa?

Meno di 10	9%
Tra 10 e 49	43%
Tra 50 e 249	43%
Più di 249	5%

Disponete di filiali Produttive all'estero?

SI	20%
NO	80%

Disponete di filiali Commerciali all'estero?

SI	29%
NO	71%

FINANZA E CRESCITA La crescita odierna e le aspettative per il futuro

Nell'ultimo biennio (2004-2005) Quale crescita/decrecita c'è stata in termini di fatturato?

CRESCITA		DECRESCITA	
Tra lo 1% ed il + 5%	27%	Inferiore a –20%	
Tra il +5% ed il +10%	30%	Tra –10% e –5%	50%
Tra il +10% ed il 20%	23%	Tra –20% e –10%	50%
Superiore al + 20%	20%	tra –5% e lo –1%	

Per il prossimo biennio (2006-2007) Quale crescita/decrecita prevede in termini di fatturato?

CRESCITA		DECRESCITA	
Tra lo 1% ed il + 5%	21%	Inferiore a –20%	
Tra il +5% ed il +10%	33%	Tra –20% e –10%	
Tra il +10% ed il 20%	21%	Tra –10% e –5%	
Superiore al + 20%	24%	tra –5% e lo –1%	

Qual è stato l'andamento della vostra quota di export sul fatturato nell'ultimo biennio (2004-2005)?

CRESCITA		DECRESCITA	
Tra lo 1% ed il + 5%	52%	Inferiore a –20%	50%
Tra il +5% ed il +10%	24%	Tra –20% e –10%	
Tra il +10% ed il 20%	14%	Tra –10% e –5%	
Superiore al + 20%	10%	tra –5% e lo –1%	50%

Qual è l'andamento della vostra quota di export sul fatturato programmato nel prossimo biennio (2006-2007)?

CRESCITA		DECRESCITA	
Tra lo 1% ed il + 5%	25%	Inferiore a –20%	
Tra il +5% ed il +10%	37%	Tra –20% e –10%	
Tra il +10% ed il 20%	21%	Tra –10% e –5%	100%
Superiore al + 20%	17%	tra –5% e lo –1%	

In quali aree geografiche si rivolge principalmente il vostro export?

Aree geografiche	Percentuale di fatturato
Solo Europa	40%
50% Europa, 50% tra America e Asia	32%
70-90% Europa, 30-10% tra America e Asia	20%
50% America, 30% Europa, restante in Asia	8%
Totale	100%

Quanta parte di fatturato è prodotta in Europa?

	Percentuale di fatturato
100% in Europa	83%
Tra 90% e 100% in Europa	12,5%
Tra 60% e 70% in Europa	4,5%
Totale	100%

In quali aree geografiche è realizzato il fatturato extra-Europa?

	Percentuale di fatturato
Europa dell'est	253%
Altri paesi	25%
America settentrionale	50%
Totale	100%

Come pensate di realizzare operativamente le vostre ambizioni di crescita?

Delocalizzazione produttiva in paesi a basso costo	14%
Apertura di nuovi mercati all'estero	60%
Investimenti interni per recupero efficienza	57%
Investimenti per elevare il livello qualitativo medio dei prodotti	34%
Acquisizioni/fusioni con altre società	34%
Altro	6%

Come pensate di supportare finanziariamente le vostre ambizioni di crescita?

Non so, non è stato analizzato questo fattore	6%
Con capitali propri	60%
Con capitali esterni ricorrendo al debito bancario	60%
Con capitali esterni ricorrendo all'ingresso di nuovi soci strategici	22%
Con capitali esterni ricorrendo all'ingresso di nuovi soci finanziari	14%

FINANZA E CRESCITA Gli strumenti di debito

Qual è la proporzione attuale tra debito e patrimonio netto della sua impresa?*Proporzione debito / patrimonio (% su 100)*

< 5% D e > 95% E	14%
5% D e 95% E	2%
30% D e 70% E	14%
40% D e 60% E	9%
50% D e 50% E	9%
70% D e 30% E	14%
80% D e 20% E	11%
90% D e 10% E	9%
67% D e 33% E	7%
100% E	7%
25% D e 75% E	2%
100% D	2%
Totale	100%

Nel prossimo biennio intende modificare tale proporzione?

SÌ	43%
NO	37%

Se sì, come?*Proporzione debito / patrimonio (% su 100)*

100% E	7%
70% D e 30% E	14%
80% D e 20% E	29%
60% D e 40% E	7%
50% D e 50% E	7%
40% D e 60% E	7%
20% D e 80% E	29%
Totale	100%

Ha pensato di utilizzare il debito come forma di finanziamento per nuovi investimenti strategici nei prossimi anni?

SÌ	62%
NO	26%

Se sì, quali tra questi strumenti sarebbe di suo interesse?

Mutui	51%
Leasing	43%
Obbligazioni societarie	9%
Obbligazioni convertibili	3%
Debito mezzanino	3%
Zero coupon bond	
Altro.....	3%

FINANZA E CRESCITA Gli strumenti di equity

In relazione alle sue ambizioni di crescita ritiene che la sua azienda debba aumentare la propria capitalizzazione?

SÌ	64%
NO	36%

Se sì, quali tra questi strumenti potrebbero essere i più idonei?

Aumento di capitale sottoscritto dagli attuali soci	43%
Capitali esterni da nuovi soci	21%
Capitali esterni da parte di fondi d'investimento	33%
Quotazione in Borsa	3%
Altro	

Se nel caso dell'apertura di capitale della sua impresa le venisse chiesto quale ruolo vorrebbe mantenere quale sceglierebbe?

Solo come manager	3%
Solo come azionista di maggioranza	5%
Solo come azionista di minoranza	3%
Come manager e azionista di minoranza	12%
Come manager e azionista di maggioranza	71%
Nessuno, non manterrei più nessun impegno	6%

FINANZA E CRESCITA Gli strumenti di finanza agevolata per l'internazionalizzazione e la relazione con le banche**1. La sua azienda ha utilizzato strumenti di finanza agevolata nel corso degli ultimi anni?**

Sì	30%
NO	70%

2. Se sì, quali?

Assicurazione del credito	19%
Assicurazione dal rischio Paese	
Acquisizioni di partecipazioni	13%
Finanziamento per la costituzione di joint venture	
Credito agevolato	63%
Servizi di advisory	
Altro	5%

3. È a conoscenza dei servizi offerti dalle seguenti istituzioni?

ISTITUTO	Sì/No	Quali Servizi?
Ice	52%	
Simest	37%	
Sace	37%	
Finest	3%	
Informest	3%	
Ministero delle Attività produttive – area internazionalizzazione	17%	
Sviluppo Italia	29%	

Ha usufruito di alcuni servizi da loro offerti?

ISTITUTO	Sì/No	Quali Servizi?
Ice	62%	
Simest	13%	
Sace	13%	
Finest		
Informest		
Ministero delle Attività produttive – area internazionalizzazione		

Quali tipi di servizi utilizza nel rapporto attuale con gli istituti di credito a sostegno delle attività di internazionalizzazione?

Incassi/Pagamenti con credito documentario o altre forme garantite	51%
Factoring/anticipazione dei crediti	28%
Forfaiting	
Coperture rischi cambi	17%
Garanzie a copertura rischi incassi:	9%

Utilizza servizi di advisory nel rapporto attuale con gli istituti di credito a sostegno delle attività di internazionalizzazione?

No	97%
Sì	3%

Quali strumenti di comunicazione ha utilizzato negli ultimi 12 mesi nella gestione del rapporto con gli istituti di credito?

Normale documentazione contabile (bilanci, documenti interni)	89%
Piano Industriale/Business Plan a medio e lungo periodo	34%
Dossier di rating secondo regole di Basilea 2	11%
Altro	6%

Quali strumenti di comunicazione pensa di utilizzare nel prossimo futuro nella gestione del rapporto con gli istituti di credito?

Normale documentazione contabile (bilanci, documenti interni)	77%
Piano Industriale/Business Plan a medio e lungo periodo	57%
Dossier di rating secondo regole di Basilea2	34%
Altro... (specificare)	6%

La feroce competizione globale, che rischia di "tagliare fuori" le imprese italiane sia dalla competizione sulle produzioni labour intensive che su quelle ad alto valore tecnologico, impone al sistema Italia di adottare una "strategia dell'apertura" che permetta alle aziende di competere sui mercati internazionali. Oggi l'internazionalizzazione non è solo un'opportunità dettata dalle condizioni del mercato, ma è il futuro stesso del nostro sistema produttivo.

A tal fine, questa pubblicazione si pone l'obiettivo di indagare quali strumenti di debito, di equity e di "finanza agevolata" possano aiutare l'imprenditore italiano nel processo di uscita dai recinti domestici.

Il libro è suddiviso in quattro parti, di cui la prima ("il debito") si concentra sulle problematiche di struttura finanziaria delle imprese italiane e dei cambiamenti di comunicazione banca-impresa alla luce dei nuovi accordi di Basilea 2. L'attenzione viene posta sugli strumenti di debito innovativi come sostegno all'impresa nel processo di internazionalizzazione e sulla presenza estera dei gruppi bancari italiani o operanti in Italia. La seconda parte ("il capitale di rischio e i mercati") analizza i fondi di private equity/venture capital e la quotazione in borsa sui mercati AIM e Espandi, come mezzi di finanziamento con capitale di rischio dell'attività imprenditoriale in un'ottica di espansione internazionale. Nei due capitoli sono messi in evidenza limiti e pregi del ricorso a queste tipologie di finanziamento esterno.

La pubblicazione, nella sua terza parte, presenta una rassegna dettagliata e attenta delle istituzioni pubbliche (o prevalentemente pubbliche) che sostengono finanziariamente, assistono e sponsorizzano le esperienze internazionali delle imprese nostrane. L'obiettivo di questa parte è fornire all'imprenditore italiano un manuale pratico sulle modalità essenziali di accesso e di reperibilità delle fonti di sostegno pubblico allo sviluppo estero.

Nell'ultima parte del lavoro, la parola passa agli imprenditori italiani che indicano la loro visione sulle tematiche affrontate nelle prime tre parti, mediante un'indagine a campione presso i Giovani Imprenditori di Confindustria.

