

Dipartimento Impresa Ambiente & Management

collana diretta dal
Comitato Scientifico del D.I.A.M.

13





Classificazione Decimale Dewey:

658.15094562 (23.) GESTIONE FINANZIARIA. Lazio

ANNA MARIA CALCE
ANNA PAOLA MICHELI

FINANZA PER L'INNOVAZIONE NEL SISTEMA IMPRENDITORIALE FROSINONE-LATINA





ISBN
979-12-218-1984-7

PRIMA EDIZIONE
ROMA 18 GIUGNO 2025

INDICE

7	<i>Il progetto</i>
9	<i>Executive summary</i>
23	Capitolo I Quadro definitorio dell'innovazione L'evoluzione del modello innovativo e l'ecosistema dell'innovazione, 23 – L'innovazione: definizioni, 28 – Criteri di misurazione delle attività innovative: il Manuale di Oslo, 30 – Le determinanti dell'innovazione: literature review, 39 – Dimensione, 41 – Età, 43 – Persistenza, 43 – Internazionalizzazione, 44 – Programmi governativi e normativa, 45 – Proprietà intellettuale, 46 – Imprenditori e manager, 47 – Struttura proprietaria, 47 – Istruzione e abilità dei lavoratori, 48 – Accesso ai finanziamenti, 49 – Input di ricerca e sviluppo e output di innovazione, 50 – Settore, 52 – Cultura organizzativa, 53 – Altri fattori che incidono sulla propensione all'innovazione, 54 – Le coperture del fabbisogno finanziario connesso all'innovazione, 55 – Il gap nel finanziamento dell'innovazione, 58
63	Capitolo II Specificità settoriali e territoriali dell'innovazione L'innovazione nelle imprese italiane del manifatturiero e dei servizi, 63 – L'innovazione nelle imprese italiane del settore agricolo, 89 – Il sistema imprenditoriale Frosinone-Latina, 95 – Specializzazioni produttive e innovazione nel sistema interprovinciale Frosinone-Latina, 107

127 **Capitolo III**

Innovazione e performance economico-finanziarie nel sistema interprovinciale

Metodologia, 127 – Statistiche descrittive, 132 – Analisi nel comparto manifatturiero, 147 – L'efficienza economica, 147 – L'efficienza patrimoniale-finanziaria, 157 – La composizione impieghi-fonti nel comparto manifatturiero, 167 – Analisi nel comparto dei servizi, 184 – L'efficienza economica, 184 – L'efficienza patrimoniale-finanziaria, 193 – La composizione impieghi-fonti nel comparto dei servizi, 202 – Focus sul polo produttivo nautico, 217 – L'efficienza economica nei poli produttivi della nautica, 219 – L'efficienza patrimoniale-finanziaria nei poli produttivi della nautica, 226 – La composizione impieghi-fonti nei poli produttivi della nautica, 233

245 **Capitolo IV**

Fabbisogno di innovazione e ostacoli nel sistema interprovinciale

Metodologia, 245 – Il database di imprese innovative, 247 – Il fabbisogno di innovazione e il fabbisogno finanziario nel sistema interprovinciale, 256 – I risultati dell'indagine field, 259

285 **Capitolo V**

Le prassi degli attori finanziari nel supporto all'innovazione

Il sistema bancario nel sistema interprovinciale Frosinone-Latina, 285 – L'indagine presso le banche, 288 – Gli investitori in capitale di rischio, 303 – L'indagine presso gli investitori in capitale di rischio, 306

315 **Capitolo VI**

Finanziare l'innovazione

La finanza alternativa quale soluzione al gap di finanziamento dell'innovazione, 315 – Introduzione agli strumenti di finanza alternativa, 318 – La finanza agevolata, 321 – Il crowdfunding, 322 – L'evoluzione del crowdfunding, 323 – Le forme di crowdfunding, 325 – L'equity crowdfunding, 328 – Crowdfunding e ciclo di vita aziendale, 330 – Benefici e rischi del crowdfunding, 331 – Il private equity e venture capital, 334 – La diffusione del private equity e venture capital, 337 – Fattori che influenzano l'operazione di private equity, 348 – Le fasi del processo di investimento, 349 – L'Initial Coin Offering, 352 – I token, 353 – Le fasi dell'ICO, 354 – La regolamentazione dell'ICO, 355 – Conclusioni, 357

363 **Bibliografia**

IL PROGETTO

Attività di ricerca effettuata per conto della Camera di Commercio di Frosinone Latina da FinLab, Laboratorio di Finanza Aziendale del Dipartimento di Economia e Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Cassino e del Lazio Meridionale.

Responsabile scientifico: Anna Paola Micheli
Assegnista di ricerca: Anna Maria Calce

EXECUTIVE SUMMARY

Il presente Rapporto di ricerca illustra i risultati ottenuti nell'ambito del progetto *Finanza per l'innovazione nel Sistema Imprenditoriale Frosinone-Latina* realizzato dal Laboratorio di Finanza Aziendale (FinLab) del Dipartimento di Economia e Giurisprudenza dell'Università di Cassino e del Lazio Meridionale per conto della Camera di Commercio di Frosinone-Latina.

L'innovazione rappresenta un elemento indispensabile per rispondere ai continui e rapidi cambiamenti che le imprese sono oggi chiamate a fronteggiare. In ragione dell'importanza rivestita, da tempo si assiste alla nascita di ecosistemi dell'innovazione in cui i diversi *stakeholders* (imprese, sistema finanziario, università, *policy maker*, ecc.) sono chiamati ad interagire per favorire la condivisione di conoscenze e la diffusione di pratiche innovative. La realizzazione di progetti di innovazione, tuttavia, presenta elementi di rischiosità e di incertezza, collegati alle possibilità di successo dell'iniziativa, alla realizzazione di adeguati *cash flow* e al relativo ritorno economico-finanziario. La necessità di innovare nasce come risposta ai molteplici cambiamenti che, nel corso degli anni, hanno reso il sistema imprenditoriale maggiormente instabile, competitivo e dinamico. La complessità che ne è derivata, associata al rapido progresso tecnologico e alla globalizzazione dei mercati, ha aumentato la rilevanza attribuita ai processi di acquisizione e creazione di

conoscenza, nonché ai processi di innovazione. In un siffatto contesto le imprese, a prescindere dalla loro dimensione, sono chiamate ad innovare continuamente e a migliorare le proprie prestazioni per fronteggiare l'incertezza di mercato e misurarsi con i *competitors*. È richiesta l'introduzione di nuove tecnologie, prodotti, servizi o sistemi organizzativi e il ritmo con cui le imprese creano e implementano innovazioni ne determina in larga misura il vantaggio competitivo.

Sennonché, non di rado si riscontra un *trade off* negativo tra necessità di aumentare il livello di innovazione per acquisire/mantenere un vantaggio competitivo, da un lato, e presenza di una situazione economico-finanziaria debole, dall'altro. Gli investimenti in innovazione trovano spesso copertura nelle risorse interne: qualora l'autofinanziamento sia insufficiente, l'impresa deve rivalutare la decisione di innovare considerate anche le maggiori difficoltà nell'ottenere finanziamenti dai canali tradizionali. Da qui il progetto di ricerca avente l'obiettivo di creare un *ecosistema finanziario locale* – basato sulla collaborazione tra credito tradizionale e operatori di settore – volto a facilitare il finanziamento dell'innovazione nel sistema imprenditoriale Frosinone-Latina e di sollecitare nelle imprese un salto culturale che permetta loro di esplorare le alternative di finanziamento diverse dal credito tradizionale.

La metodologia adottata utilizza attività *desk* e *field*. La *desk research* è stata effettuata attraverso la *survey* della letteratura sull'innovazione con focus sui fattori che incidono sulle determinanti dell'innovazione, e mediante l'analisi di dati sulla diffusione dell'innovazione nelle imprese italiane, e individuazione dei settori *innovation oriented*, desunti dall'indagine *Community Innovation Survey* (CIS) dell'ISTAT. Con apposita analisi empirica è stato stimato il numero di imprese potenzialmente innovative nel tessuto imprenditoriale interprovinciale. L'attenzione è stata poi rivolta al tessuto imprenditoriale, rilevandone le caratteristiche principali e le specializzazioni produttive, ed è stato analizzato l'impatto dell'innovazione sulle performance economico-finanziarie delle imprese ivi localizzate distinguendo tra settori più propensi e meno propensi all'innovazione. L'indagine *field* è stata realizzata attraverso la predisposizione di un sistema di raccolta diretta di dati ed informazioni con appositi questionari somministrati alle imprese e alle banche del tessuto imprenditoriale interprovinciale e agli investitori in capitale

di rischio. Attraverso i questionari si è inteso far emergere: a) i fabbisogni di innovazione ed i fattori di criticità ritenuti dalle imprese ostacoli dell'implementazione di attività e progetti innovativi; b) le prassi degli attori finanziari (banche e investitori di tipo *equity*) nel supporto all'innovazione.

L'attività di ricerca ha delineato indizi in grado di spiegare il fenomeno dell'innovazione nella sua generalità. La *literature review* ha evidenziato come la *propensione all'innovazione* delle imprese sia condizionata da fattori interni ed esterni: tra i primi, assumono rilevanza la dimensione, il settore, la presenza di addetti qualificati nonché il *background* dell'imprenditore/manager. In riferimento al settore, numerosi studi osservano una maggiore propensione all'innovazione nei settori ad alto contenuto tecnologico e in quelli ad alta intensità di conoscenza. L'esperienza pregressa nel medesimo settore e le caratteristiche dell'imprenditore/manager (l'esperienza, l'originalità, l'iniziativa personale e la propensione al cambiamento) costituiscono altresì *driver* della spinta innovativa di un'impresa. Il capitale umano è da sempre riconosciuto come una delle determinanti della propensione all'innovazione poiché espressione della capacità dell'impresa di assorbire, assimilare e sviluppare nuove conoscenze e tecnologie. Di contro, l'assenza di manodopera qualificata è spesso annoverata tra gli ostacoli all'innovazione. Tra i fattori esterni particolarmente importanti risultano gli interventi normativi e gli incentivi ad essi collegati nonché la possibilità di ottenere risorse finanziarie per l'innovazione. Alcune evidenze, infatti, mostrano l'effetto positivo sulla propensione all'innovazione delle imprese esercitato dalla concessione di agevolazioni fiscali e dall'ottenimento di sussidi. La scarsità di risorse finanziarie e la difficoltà di reperire finanziamenti rappresentano i principali ostacoli all'innovazione imprenditoriale, specie per le PMI e le startup.

L'analisi sulla diffusione dell'innovazione in Italia (CIS) ha rilevato differenze territoriali con una maggiore propensione all'innovazione nel Nord Italia: a livello regionale, la propensione più elevata si riscontra per le Marche (59,01%), il Piemonte (58,32%) e la Lombardia (54,83%). Nel Lazio ha implementato attività innovative il 46,60% delle imprese. Focalizzandosi sulla tipologia di innovazione, è emersa la prevalenza di innovazioni di processo piuttosto che di prodotto. La

stipulazione di accordi per la realizzazione di innovazioni è una pratica che interessa ancora un numero limitato di imprese: solo il 21,43% delle imprese ha attivato innovazioni in cooperazione con altri soggetti. L'industria costituisce il comparto con la maggiore propensione all'innovazione, che risulta più alta nei settori della fabbricazione dei prodotti chimici, farmaceutici e dei computer. Per la copertura delle spese per innovazione le imprese ricorrono prevalentemente al capitale di debito testimoniando il forte legame che le stesse vantano con il sistema tradizionale.

Le attività progettuali hanno previsto l'elaborazione di un *database* di imprese del settore manifatturiero, maggiormente propenso all'innovazione come evidenziato dall'indagine CIS. Come *proxy* di innovazione è stata considerata l'esistenza del sito web aziendale, una delle forme più conosciute ed utilizzate di Information and communication technology (ICT) annoverate tra i fattori abilitanti dell'innovazione. La scelta della considerazione del sito aziendale è motivata dalla constatazione che, a differenza di altri strumenti (marchi, brevetti, ecc), la sua realizzazione richiede un investimento finanziario più contenuto e, quindi, dovrebbe risultare accessibile anche alle imprese minori che costituiscono la quota prevalente nel tessuto imprenditoriale delle due province. Le imprese dotate di sito internet costituiscono il 17,74% e il 20,41% delle imprese manifatturiere di Frosinone e Latina rispettivamente. Le società di capitali sono apparse più propense a dotarsi di sito web e dunque più aperte all'innovazione: ciò è, peraltro, in linea con la letteratura che conferma come le società di capitali, per alcune caratteristiche strutturali, siano più inclini all'innovazione rispetto ad altre tipologie di impresa. Prendendo in considerazione la numerosità degli addetti occupati, emerge chiaramente l'effetto dimensionale: la percentuale rilevata nelle imprese con oltre nove addetti è infatti quasi quattro volte superiore rispetto al dato riscontrato nelle imprese che occupano fino a nove addetti. Nella provincia di Frosinone ha un sito web il 53,03% delle imprese con più di nove addetti e solo il 13,29% di quelle con fino a nove. Nella provincia di Latina, invece, dispone di un sito aziendale il 55,84% delle imprese che occupa oltre nove addetti e il 15,98% di quelle con fino a nove addetti. Utilizzando il possesso del sito come indizio di apertura all'innovazione, il database di imprese

innovative rappresentativo del contesto territoriale di riferimento è risultato dunque composto da 1.194 società, di cui 550 afferenti al sistema imprenditoriale della provincia di Frosinone e 644 a quello della provincia di Latina.

Per accertare l'impatto dell'innovazione sulle performance economico-finanziarie delle imprese del sistema interprovinciale, è stata condotta l'analisi comparata sui settori dell'indagine CIS, distintamente per il comparto manifatturiero e dei servizi. La misurazione delle performance ha considerato specifiche variabili aziendali rappresentate da indicatori che, secondo il *consensus*, sono esplicativi della gestione economico-finanziaria: l'*EBIT margin*, il *PROFIT margin*, il ROI e il ROE per l'efficienza economica e il *Current Ratio*, il *Quick ratio*, il *Quoziente di struttura di primo grado* e il *Leverage* per l'efficienza patrimoniale e finanziaria. I risultati hanno confermato, per entrambi i comparti considerati e per entrambe le province, la superiorità delle imprese più propense all'innovazione che hanno mostrato una migliore gestione della liquidità e una più elevata solidità patrimoniale. Ciò testimonia gli effetti positivi dell'innovazione sulle performance aziendali: anche quando le imprese dei settori più orientati all'innovazione registrano contrazioni negli indici di redditività, di liquidità o di solidità patrimoniale, l'entità delle stesse non ne pregiudica le performance che restano migliori rispetto a quelle delle imprese meno innovative. Il successivo livello di analisi ha inteso verificare la composizione della struttura patrimoniale e finanziaria delle imprese del contesto interprovinciale, al fine di valutare la coerenza tra impieghi e fonti. Le imprese dei settori più propensi all'innovazione investono maggiormente in asset immateriali, conseguenza della superiore attenzione riservata all'innovazione e all'accrescimento del know-how. In entrambi i panel, il fabbisogno finanziario delle imprese è generato prevalentemente dall'attivo corrente, considerata la bassa incidenza del capitale investito in immobilizzazioni. Se da un lato la struttura elastica degli impieghi conferisce maggiore capacità di adattamento ai cambiamenti di mercato e di contesto, dall'altro è sintomatico di una carenza di asset da porre a garanzia nella richiesta di finanziamento, condizione che vincola l'impresa nell'adottare specifiche scelte finanziarie rivolte prevalentemente alle fonti a breve termine. La composizione delle fonti di finanziamento ha mostrato

infatti una prevalenza delle fonti elastiche rispetto a quelle consolidate. L'accertamento del livello di patrimonializzazione tra i due campioni dimostra la superiorità dei settori più innovativi: trattasi in ogni caso di una patrimonializzazione marginale, con l'incidenza dei mezzi di terzi che supera il 70% delle fonti. L'analisi è stata poi replicata sul polo produttivo della nautica, stante l'importanza rivestita nell'economia interprovinciale, che è stato raffrontato con i principali poli nautici italiani. Gli indicatori dell'efficienza economica hanno segnalato la superiorità del polo Latina-Frosinone rispetto agli altri; per l'efficienza patrimoniale e finanziaria l'indagine ha rilevato che il polo Latina-Frosinone soffre, in misura più marcata, di una condizione di squilibrio di lungo termine e di eccessiva dipendenza finanziaria dall'esterno. Infine l'analisi della struttura patrimoniale ha evidenziato l'esistenza di alcune criticità, comuni a tutti i poli, quali il basso livello di patrimonializzazione e il ricorso prevalente ai debiti a breve termine, nonché la scarsità di investimenti in immobilizzazioni. Nel complesso, questo ulteriore livello di analisi concentrato sul sistema imprenditoriale ha rilevato che le imprese del tessuto produttivo, sebbene presentino una struttura finanziaria coerente con la struttura degli impieghi – rappresentati in prevalenza da attività a breve – riservano poca attenzione all'innovazione data la bassa incidenza dell'attivo immobilizzato rispetto al totale degli impieghi.

La *field research* è stata svolta mediante la somministrazione di apposito questionario. I risultati hanno evidenziato che il 42,31% delle imprese partecipanti all'indagine ha svolto attività funzionali all'introduzione di innovazioni (dato in linea con la propensione all'innovazione emersa nella CIS). Dall'indagine locale emerge una maggiore tendenza ad introdurre innovazioni di prodotto (45,45%) piuttosto che di processo (27,27%). Il restante 27,27% delle imprese ha condotto attività innovative più incisive, che hanno riguardato tanto i processi quanto i prodotti. Analogamente a quanto emerso a livello nazionale, lo sviluppo di nuovi prodotti e processi in collaborazione con soggetti esterni è un fenomeno poco diffuso nel sistema imprenditoriale interprovinciale: il 90,91% delle imprese ha dichiarato di aver sviluppato da sola le innovazioni introdotte. Il 50% delle imprese ha svolto attività di R&S: analizzando la frequenza con cui essa è stata espletata oltre il 30% delle imprese ha dichiarato di aver svolto R&S in via

occasionale; il restante 15,38% ha implementato R&S interna, in maniera sistematica con impiego di proprio personale che stabilmente si occupa di tali attività. La spesa media per innovazione è risultata superiore ai 40.000 euro per il 50% delle imprese con attività innovative; per il 33,33% la spesa media per innovazione non ha superato gli 11.000 euro e per il restante 16,67% l'importo medio della spesa è compreso tra 11.000 e 40.000 euro. Investigando sul finanziamento delle attività di innovazione è emerso il prevalente ricorso al canale di debito: il 26,92% delle imprese ha dichiarato di aver cercato ed ottenuto finanziamenti sotto forma di *debt*. Oltre quattro imprese su dieci ha indicato che la principale criticità riscontrata nell'intraprendere attività di innovazione è la difficoltà di ottenere finanziamenti e contributi di natura pubblica. Altri fattori di ostacolo sono individuati nei costi dell'innovazione troppo elevati (38,46%), nella mancanza di partner con cui collaborare (30,77%), nella mancanza di risorse finanziarie e nella domanda di mercato incerta rispetto alle innovazioni proposte (entrambi indicati dal 26,92% delle imprese) e nella mancanza di personale interno qualificato (23,08%). L'introduzione di attività di innovazione consente alle imprese di perseguire una pluralità di scopi. Il principale obiettivo dichiarato è l'aumento del fatturato (69,23%), seguito dalla diminuzione dei costi e dall'aumento della produttività (entrambi indicati dal 57,69%), dalla penetrazione in nuovi mercati (42,31%) e dal miglioramento della qualità del prodotto (38,46%), dall'aumento della quota di mercato e dal miglioramento dell'impatto ambientale (30,77%), dall'adeguamento alla concorrenza (26,92%). Il 23,08% delle imprese, poi, ricollega i benefici dell'innovazione all'aumento della flessibilità produttiva. Minor rilievo sembra avere l'estensione/sostituzione della gamma di prodotti indicato dal 15,38% delle imprese. L'analisi è quindi proseguita con l'accertamento della propensione ad innovare nel futuro: il 65,38% delle imprese partecipanti all'indagine sta valutando di investire in attività innovative nei prossimi anni; il valore presunto dell'investimento da realizzare per oltre il 40% delle imprese si attesta al 5% del fatturato. Entrando nel merito della modalità di finanziamento con cui coprire gli investimenti futuri è emersa in prevalenza il ricorso ai fondi europei (58,82%); segue l'autofinanziamento (52,94%) e a distanza di circa cinque punti percentuali i finanziamenti bancari ed

i fondi nazionali (47,06%). Nessuna impresa ha indicato il ricorso agli operatori di *venture capital* e *private equity* come possibile fonte di finanziamento degli investimenti innovativi, confermando ulteriormente la normale prassi seguita dalle imprese di finanziare gli investimenti in innovazione ricorrendo ai canali tradizionali e di non prendere in adeguata considerazione i finanziamenti alternativi, quali ad esempio il *private equity* e *venture capital*.

Appurato che l'innovazione esplica effetti benefici sulle performance economico-finanziarie è necessario diffondere tra gli attori del sistema imprenditoriale una maggiore consapevolezza sull'importanza di innovare. Il fabbisogno di innovazione genera in parallelo un fabbisogno di risorse finanziarie, che richiede alle imprese di dotarsi di una struttura patrimoniale più solida, considerato che quella che attualmente le caratterizza non è in linea con le peculiarità dell'attività innovativa. Nonostante il modello più idoneo per sostenere l'innovazione e la crescita debba prevedere un potenziamento del ricorso agli strumenti *equity oriented*, come dimostrato dall'indagine sul campo, allo stato le imprese sono strettamente legate al capitale di debito. Sennonché esse non di rado incontrano difficoltà anche nell'accesso a tali fonti, che finora hanno rappresentato il principale strumento di finanziamento, considerato che il loro merito creditizio è spesso condizionato dal ridotto livello di capitalizzazione. Gli esiti incerti degli investimenti innovativi richiedono un riassetto delle fonti di finanziamento puntando su un maggior ricorso al capitale di rischio. Tutto ciò palesa la necessità di un *ecosistema finanziario* basato sulla collaborazione tra finanziatori ed imprese in grado di favorire l'adozione di pratiche volte alla promozione di strumenti *equity oriented*. Affinché il modello di finanziamento così concepito espliciti pienamente la sua efficacia è necessario rimuovere gli ostacoli tra investitori e imprese dando il via a un circolo virtuoso in grado di connettere domanda e offerta di capitali. Tra gli impedimenti al mercato dell'*equity* è oggi possibile annoverare la poca conoscenza degli standard economico-finanziari richiesti dagli investitori nel capitale di rischio unitamente alla scarsa trasparenza delle informazioni da parte delle imprese quale conseguenza della ridotta propensione a condividere il rischio imprenditoriale con soggetti esterni alla compagine societaria. Quanto evidenziato si traduce in un deficit di conoscenza

degli investitori rispetto alle effettive potenzialità delle imprese e la conseguenza che non di rado i progetti innovativi non vengono finanziati. Da qui la necessità di analizzare le prassi valutative adottate dai diversi soggetti finanziatori (investitori in capitale di rischio). Tenuto conto inoltre del forte orientamento verso il canale tradizionale, che si ritiene continuerà comunque ad avere un ruolo centrale anche qualora le imprese si aprano maggiormente all'*equity*, è importante analizzare le metriche valutative utilizzate dagli istituti di credito evidenziando in particolare i criteri applicati per l'approvazione di prestiti finalizzati alla realizzazione di progetti di innovazione. Al fine di favorire il *matching* tra domanda e offerta di capitali per le attività di innovazione è stata condotta la *survey* che ha interessato sia gli operatori bancari che gli investitori in capitale di rischio.

L'indagine sulle prassi adottate dagli istituti di credito nel finanziare l'innovazione ha coinvolto le banche presenti sul territorio interprovinciale, sia locali che filiali di istituti a rilevanza nazionale. Le risposte collezionate sono pervenute da banche locali, attribuendo particolare significatività ai risultati data la forte vocazione territoriale e l'attenzione alle esigenze delle imprese ivi presenti che caratterizzano queste realtà. Gli istituti partecipanti all'indagine hanno dichiarato di avere una propria operatività rivolta alle imprese e ai progetti innovativi, a testimonianza del fatto che oggi anche le banche ne riconoscono l'importanza e sono più propense a finanziare investimenti caratterizzati da un maggiore profilo di rischio. Per il periodo oggetto di analisi le banche hanno segnalato un aumento di richieste di credito da destinare all'innovazione. Particolarmente importante è il risultato emerso sulle imprese destinatarie dei finanziamenti: le banche hanno infatti indicato di aver concesso credito a piccole e micro imprese comprovando l'attenzione che le banche locali riservano a queste realtà imprenditoriali, contrariamente al paradigma di gestione che caratterizza le banche più grandi che spesso tende a limitare o escludere la concessione di risorse a tali categorie ritenendole non bancabili. Le banche presentano una strategia di investimento diversificata su più settori, dall'ICT a quello medicale, dall'energia e ambiente fino all'agricoltura e il commercio. In linea con le recenti tendenze di contesto, anche le banche locali hanno iniziato a sviluppare collaborazioni con i nuovi *player*, quali gli

operatori del FinTech, alimentando la nascita di un *ecosistema* che riconosce il potenziale dell'innovazione e consente il superamento degli ostacoli esistenti. Definiti i tratti caratteristici dell'operatività degli istituti bancari in tema di innovazione, l'indagine è proseguita accertando le modalità di determinazione del merito creditizio. Le qualità dell'imprenditore e del management, le eventuali insolvenze passate e la capacità di innovare continuamente, la disponibilità di garanzie e il settore di appartenenza sono risultate tra le variabili qualitative più significative. Tra quelle di natura quantitativa sono state rilevate, invece, la variazione % dell'EBIT, la variazione % del fatturato, il ROI e il ROS, l'*EBIT margin*, il livello di patrimonializzazione, il *debt service coverage ratio* e la posizione finanziaria netta. Coerentemente alla letteratura sul tema, i risultati confermano che le determinanti dei rating aziendali afferiscono a categorie specifiche, riconducibili essenzialmente ai dati finanziari e a grandezze in grado di rispecchiare le caratteristiche della struttura delle imprese.

L'indagine che ha coinvolto gli investitori in capitale di rischio è stata realizzata mediante la somministrazione di un questionario agli associati AIFI. Le informazioni fornite segnalano prassi operative variegate tra i diversi investitori. Una prima indicazione riguarda l'ambito di investimento, prevalentemente rivolto ad aziende con determinati standard dimensionali e operativi. Il numero di operazioni poste in essere oscilla tra un valore inferiore a 10 e maggiore di 50. Anche in termini di importi investiti si è riscontrata una certa variabilità tra i fondi, con un ammontare mediamente investito compreso nel range di estremo inferiore 1-2,5 milioni di euro ed estremo superiore oltre 20 milioni. Il *buyout* e l'*expansion* hanno rappresentato la tipologia di operazione prevalente, in linea con i report dell'AIFI che mostrano come essi siano tra i principali target di investimento degli operatori di *private equity* e *venture capital*. Il focus sulla destinazione geografica degli investimenti, ha portato alla luce il netto divario sul territorio italiano che avvantaggia il Nord, area in cui sono confluiti gli investimenti di tutti i fondi partecipanti all'indagine, rilevando l'esistenza di un gap nel finanziamento di imprese localizzate in altre aree dove comunque non mancano eccellenze con un elevato potenziale da promuovere. Il settore ICT ha rappresentato l'ambito di investimento più attrattivo, seguito dai beni e servizi

industriali. Gli investimenti sono stati rivolti prevalentemente alle medie e micro imprese, evidenziando nel complesso la propensione degli operatori a cercare di valorizzare la crescita imprenditoriale e il potenziale innovativo che spesso proviene proprio dalle imprese di minori dimensioni. I fondi partecipanti all'indagine concordano nel riconoscere la rilevanza, ai fini della selezione delle imprese da finanziare, di fattori come la validità del progetto, le prospettive di crescita dimensionale e reddituale e le prospettive di disinvestimento nonché le qualità del management e dell'imprenditore. Considerando i disinvestimenti, i fondi hanno effettuato nel periodo fino a 10 *exit* e i canali utilizzati sono stati il *trade sale* e la vendita a istituzioni finanziarie e individui privati.

Individuati i tratti caratteristici delle prassi valutative e operative delle banche e degli investitori in capitale di rischio, è d'uopo tornare a soffermarsi sul problema che contraddistingue le imprese innovative, rappresentato dal gap di finanziamento dell'innovazione. L'innovazione richiede risorse finanziarie in misura spesso superiore alla capacità di autofinanziamento, rendendo necessaria la ricerca di ulteriori fonti che non di rado comportano l'intermediazione di istituti finanziari. La necessità di ricorrere a finanza esterna si è acuita dopo la crisi finanziaria del 2008 specie per le PMI caratterizzate, più di altre, da un basso livello di autofinanziamento e di capitalizzazione, come peraltro emerso dall'analisi della struttura patrimoniale e finanziaria per le imprese del territorio interprovinciale. Il finanziamento dell'innovazione si scontra con alcune criticità che emergono nel momento in cui le imprese si rivolgono agli istituti creditizi: l'avversione al rischio degli intermediari finanziari, la richiesta di garanzie, la complessità dei processi di valutazione e di individuazione del merito creditizio. L'innovazione, infatti, comporta di per sé rischi significativi connessi, tra l'altro, alla mancanza di *track record* su cui fondare stime economico-finanziarie attendibili, unitamente all'assenza di garanzie da fornire alle banche come protezione contro il rischio di insolvenza, alimentando la reticenza degli istituti nel finanziare progetti innovativi. Nonostante il ruolo centrale finora assunto dalle banche, le peculiarità dell'innovazione richiedono modelli di finanziamento più flessibili, pazienti e adatti alle necessità delle imprese ad alto potenziale innovativo. In tal senso, l'evoluzione del sistema finanziario, con l'affermazione di nuovi strumenti e attori, sta

contribuendo a diversificare la gamma di risorse da destinare al finanziamento dell'innovazione, riducendo la dipendenza esclusiva dal credito tradizionale e contrastando la limitata diversificazione delle fonti di finanziamento che tipicamente caratterizza le PMI. Il nuovo *framework* che si va delineando non vede più al centro il credito tradizionale, ma si fonda sulla collaborazione tra quest'ultimo e nuovi operatori, configurandosi come una potenziale soluzione al problema di accesso al credito da parte delle PMI e delle imprese innovative. Il proliferare delle tecnologie digitali nell'ambito finanziario, fenomeno noto come FinTech, ha avuto come diretta conseguenza l'introduzione di innovazioni nel sistema finanziario, quali la semplificazione dell'accesso al credito, l'aumento dei servizi offerti, l'elaborazione di nuovi modelli per la valutazione delle richieste di finanziamento e per l'attribuzione del merito creditizio, rappresentando, di fatto, un primo passo, per il superamento delle criticità precedentemente esposte. Questa innovativa modalità di operare, che sfrutta la tecnologia e poggia su nuovi modelli di business, sta consentendo un aumento dell'inclusione finanziaria anche in segmenti di mercato, come quello delle PMI, che da sempre incontrano difficoltà nell'accesso al credito dovute alla maggiore rischiosità e all'assenza di informazioni pubblicamente disponibili che ostacolano l'applicazione delle tradizionali metriche di attribuzione del merito creditizio. All'interno dell'ampia platea di servizi offerti dal FinTech si conducono anche strumenti di finanziamento a supporto dell'innovazione nelle imprese, come i servizi di *crowdfunding* erogati nell'ambito delle attività di *equity based financing*, al quale si aggiungono altre tipologie di strumenti finanziari che si sono sviluppati e consolidati come finanza alternativa a supporto dell'innovazione nelle imprese, riconducibili al *private equity* e *venture capital* – strumenti che offrono capitale di rischio a imprese con elevato potenziale innovativo, senza richiedere garanzie reali – e alla finanza agevolata – fondi pubblici, di provenienza europea e nazionale, destinati a incentivare l'innovazione senza oneri finanziari eccessivi. Tali strumenti hanno già consolidato la loro posizione sul mercato a supporto delle imprese.

I risultati emersi nei diversi livelli dell'analisi hanno permesso di individuare strategie da implementare per contribuire alla creazione dell'*ecosistema finanziario* a supporto dell'innovazione basato sulla