

IL FINANZIAMENTO ALLE IMPRESE INNOVATIVE
Quale ruolo per il sistema bancario?

Anna Florio

Dipartimento di Ingegneria Gestionale
Politecnico di Milano

anna.florio@polimi.it

Maggio 2003

IL FINANZIAMENTO ALLE IMPRESE INNOVATIVE
Quale ruolo per il sistema bancario?

1. Le imprese innovative

1.1 Il ciclo di sviluppo dell'impresa innovativa

2. Le fonti di finanziamento

2.1 Le fonti di finanziamento per le imprese innovative

2.1.1 Il mercato dell'*angel finance*

2.1.2 Il mercato del *venture capital*

2.1.3 I nuovi mercati

2.2 Una diversa gerarchia finanziaria? Credito bancario *versus venture capital*

2.3 Il ciclo finanziario delle imprese innovative

3. Il mercato del *private equity*

3.1 Uno sguardo d'insieme

3.2 Il *venture capital* negli Stati Uniti e in Europa

3.3 Quali spiegazioni per le differenze tra Stati Uniti e Europa?

3.3.1 La disponibilità del canale di smobilizzo attraverso un'IPO

3.3.2 Critiche e altre possibili spiegazioni

4. Il mercato del *public equity*

4.1 Uno sguardo d'insieme

4.2 La quotazione negli Stati Uniti e in Europa

4.3 Quali spiegazioni per le differenze tra Stati Uniti e Europa?

5. Il sistema bancario

5.1. Quali possibili cambiamenti?

6. Conclusioni: il finanziamento alle imprese innovative in periodi di *financial distress*.

IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE INNOVATIVE

1. Le imprese innovative

L'abilità di innovazione di un sistema economico dipende sia dalle capacità imprenditoriali del sistema stesso sia dalle possibilità di accesso dei progetti innovativi alle fonti finanziarie adeguate. L'innovazione, stimolando il progresso tecnologico, contribuisce all'aumento di produttività e quindi alla creazione di ricchezza. Ogni ostacolo alla sua evoluzione è perciò da considerarsi una mancata opportunità di crescita.

In questo lavoro ci soffermeremo sulle fonti di finanziamento cui hanno accesso le imprese innovative negli Stati Uniti e in Europa, mettendo in luce le differenze tra i sistemi finanziari nei due paesi assieme alle possibilità di convergenza.

Il rapporto sull'innovazione della Commissione Europea del 1995 evidenziava che "il finanziamento è l'ostacolo all'innovazione più frequentemente citato dalle imprese di qualsiasi grandezza, in tutti gli Stati membri dell'Unione e in tutti i settori". La Community Innovation Survey (CIS) effettuata nel 1997 rileva che a causa dei vari vincoli (economici, organizzativi, legali e relativi al mercato) fronteggiati dai progetti innovativi, il 56.2% delle imprese intervistate dichiara di aver ritardato, abbandonato o rinunciato ad effettuare un progetto innovativo. Tale percentuale sale al 71.8% per le imprese innovative e cade al 43.9% per quelle non innovative (vedi tabella 1).

Tabella 1. **Imprese che hanno ritardato, abbandonato o non iniziato un progetto a seconda dell'ostacolo incontrato** (valori percentuali)

Ostacolo	Non innovative	Innovative	Tutte	
Economico	37	53.9	44.4	
Finanziario	30.8	42.7	36.1	
	di cui: <i>mancanza di fonti appropriate</i>	20.2	24.4	22
Profittabilità	29.3	38.1	33.2	
Organizzativo				
Legale	19	16.6	17.9	
Legato al mercato	20.2	25.7	22.6	
Totale	43.9	71.8	56.2	

Fonte: CIS 97 da

Da un'analisi dettagliata si evince che le varie fonti di ostacolo influenzano tutti i tipi di imprese ma in maggior misura quelle innovative. Più di un terzo di tutte le società con un progetto innovativo dichiara di aver avuto difficoltà finanziarie e il 16.4% di queste imprese ha dovuto abbandonare il suo progetto a causa di queste difficoltà.

I vincoli finanziari, ovvero la mancanza di appropriate fonti di finanziamento, ostacolano l'operare del 24.4% di imprese innovative e del 20.2% di imprese non innovative. Tra il 22% di tutte le imprese soggette a vincoli finanziari, il 7.9% ritarda il proprio progetto mentre il 10.4% non lo inizia neppure. A fronteggiare queste difficoltà sono soprattutto le imprese piccole (22.8%) (seguite dalle medie (21.4%) e dalle grandi (16.3%)) appartenenti al settore innovativo.

Le ragioni della difficoltà nel reperimento dei fondi sono da ricercare nella natura stessa delle imprese innovative. Queste ultime, siano esse tali perché introducono un'innovazione di processo o di prodotto, soffrono dei tradizionali problemi scaturenti dalla presenza di asimmetria informativa sul mercato del credito. Tali problemi sono aggravati dall'incertezza che circonda il progetto in cerca di finanziamenti.

Spesso l'incertezza sull'esito del processo innovativo e sui tempi di realizzazione e introduzione sul mercato che, se non tempestivi, possono rendere l'innovazione obsoleta, rendono difficile il

compito del prestatore potenziale. Questi, infatti, si trova a dover valutare l'iniziativa in cerca di fondi avendo di fronte a sé un progetto i cui flussi di cassa attesi sono difficilmente quantificabili e la cui natura immateriale li esclude dall'essere oggetto di garanzia.

La necessità di fondi delle imprese con progetti innovativi è ampliata dall'esistenza di elevati costi fissi che esse devono sostenere per l'acquisto delle licenze e delle infrastrutture necessarie. Tali costi, oltre ad essere cospicui, possono anche risultare irrecuperabili se il mercato non si sviluppa nella direzione prevista.

Il fatto che le imprese innovative sono per lo più giovani, inoltre, acuisce l'opacità informativa delle stesse; data la loro giovane età ad esse sono precluse le vie di finanziamento disponibili a chi già è noto sul mercato come l'emissione di obbligazioni e la quotazione in borsa, non godono dei servizi erogati dalle società di *rating* ed indispensabili nella riduzione delle asimmetrie informative e quindi non riescono ad emettere quei segnali che aiutano il finanziatore a distinguere un'impresa di alta qualità da una ad alta probabilità di fallimento.

1.1 Il ciclo di sviluppo dell'impresa innovativa

Il fabbisogno finanziario di un'impresa innovativa varia al crescere dell'impresa e dei rischi assunti con l'intrapresa del progetto. Al proposito vi è una classificazione che distingue l'impresa innovativa in quattro fasi associate al suo sviluppo.

La fase *seed* è quella in cui avvengono il concepimento dell'idea e gli studi di fattibilità. Essa è caratterizzata da un alto grado di rischio, dovuto all'incertezza che ancora circonda il progetto, associato ad un basso fabbisogno finanziario.

Durante la seconda fase, nota come *startup*, l'idea precedentemente concepita deve essere attuata e proposta sul mercato. Questo stadio nel ciclo di vita dell'impresa innovativa è il più complesso ed è quello in cui il progetto ha più probabilità di fallire: all'alta rischiosità del progetto si accompagna un notevole fabbisogno di finanziamento cui solitamente non possono far fronte i soli fondi interni all'azienda. Quest'ultima è quindi costretta a rivolgersi a fonti esterne.

Nelle ultime fasi, rispettivamente *early growth* e *sustained growth*, il progetto inizia ad espandersi prima e a raggiungere la dimensione naturale poi. Entrambe queste fasi fronteggiano un basso grado di rischio mentre solo la prima può necessitare di fondi cospicui per il sostenimento della crescita del prodotto innovativo immesso sul mercato.

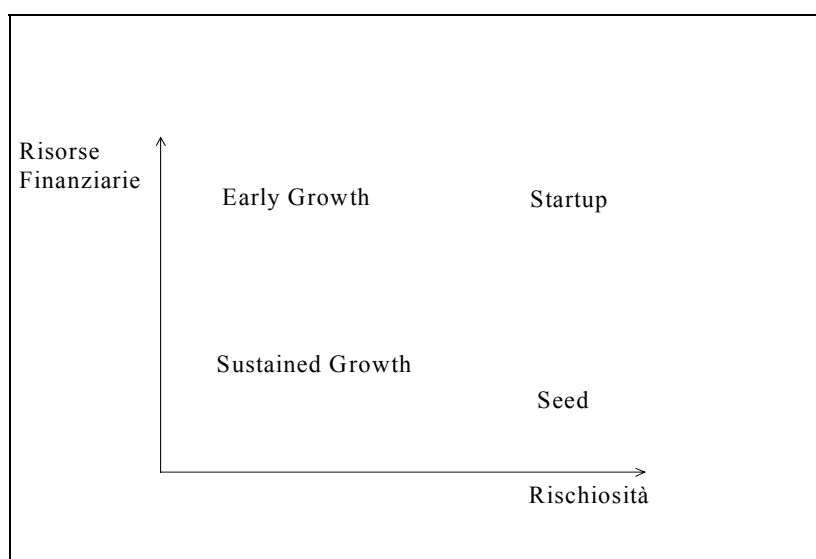


Figura 1. Rischiosità e risorse finanziarie degli stadi di sviluppo

2. Le fonti di finanziamento

Un riferimento obbligato nella letteratura sulle fonti di finanziamento disponibili alle imprese è il celebre teorema di inefficacia di Modigliani e Miller secondo cui le decisioni di investimento sarebbero indipendenti dalla struttura finanziaria. In un mondo “alla Modigliani-Miller”, in cui vige informazione perfetta, il valore di un’impresa è indipendente dal suo grado di indebitamento pertanto le decisioni riguardo i possibili investimenti da intraprendere risultano completamente svincolate dalla fonte finanziaria a disposizione. In presenza di informazione perfetta, infatti, la scelta tra fonti di finanziamento interne all’impresa o esterne ad essa, tra loro perfette sostitute, non influenza le decisioni di investimento.

Il teorema di Modigliani-Miller, invece, è inapplicabile nella realtà proprio a causa della presenza di informazione imperfetta che rende il finanziamento interno più accessibile rispetto a quello ottenibile ricorrendo a fonti esterne.

Dagli studi empirici compiuti al riguardo¹ non si evince solo un’imperfetta sostituibilità tra fonti finanziarie, ma anche una sorta di “*financial hierarchy*” secondo cui le imprese preferirebbero ricevere i fondi necessari da fonti interne (autofinanziamento tramite reinvestimento degli utili) e, solo dopo l’esaurimento delle stesse, da fonti esterne quali, in ordine crescente di costo, ricorso al credito bancario, emissione di obbligazioni e di azioni.

La raccolta delle risorse di cui l’impresa abbisogna tramite l’autofinanziamento deve la sua minore onerosità al mancato contatto col terzo, sia esso un intermediario o il pubblico. In tal caso, infatti, non si sostengono né costi di transazione (costo di ricerca della controparte, dell’emissione di eventuali titoli etc.) né i costi necessari per attutire sia le asimmetrie informative nascenti tra chi chiede i fondi (che ben conosce l’investimento che andrà ad effettuare e la situazione finanziaria in cui versa la sua impresa) e chi è disposto a concederli, sia i problemi di agenzia che sorgono quando il principale (finanziatore esterno) non può controllare l’operato dell’agente (manager dell’impresa). Considerare la presenza di asimmetrie informative permette di evidenziare gli elementi di eterogeneità tra imprese. Le imprese di maggiori dimensioni, patrimonialmente più solide, riescono con più facilità a ridurre il divario informativo esistente con i propri investitori e perciò a ricorrere al mercato azionario. Grazie ad una già affermata solidità patrimoniale e sicurezza dei progetti intrapresi, qualità queste che si deducono guardando ai passati rapporti intrattenuti dalla stessa impresa con precedenti finanziatori, fornitori e clienti, le informazioni disponibili sull’attività di tale azienda sul mercato sono tali da conquistare sicuramente con più facilità, rispetto alle imprese tuttora in crescita, la fiducia degli investitori.

Per le imprese di minori dimensioni e per quelle più giovani che non godono ancora di particolare fiducia sul mercato, esaurite le risorse interne, i costi da fronteggiare per accedere a fonti esterne diventano proibitivi. Il ricorso al mercato azionario risulta essere troppo oneroso a causa della mancanza di informazione disponibile agli investitori e quindi al permanere delle asimmetrie informative. Inoltre, i regolamenti di borsa spesso impongono requisiti dimensionali e di trasparenza che difficilmente si riscontrano nelle imprese più giovani. Per le imprese di minori dimensioni, quindi, diventa cruciale l’intermediazione bancaria che, grazie alla sua capacità di ridurre le asimmetrie informative tramite un’intensa attività di *screening* prima e di *monitoring* poi, costituisce l’unica fonte esterna facilmente accessibile una volta sfruttate le potenzialità dell’autofinanziamento.

2.1 Le fonti di finanziamento per le imprese innovative

Anche per le imprese innovative può essere applicato un ragionamento analogo al precedente operando però qualche importante distinguo.

L’aggravarsi dei problemi di asimmetria informativa per questo tipo di imprese giustifica, a maggior ragione, una distinzione tra le varie fonti di finanziamento. Si distingue così tra finanza interna (o *informed capital*) e finanza esterna (o *arm’s length*). Nella prima, oltre all’autofinanziamento e al credito bancario, rientrano i finanziamenti a titolo di capitale di rischio

¹ Il più noto, quello che introduce la cosiddetta “gerarchia finanziaria”, si deve a Fazzari, Hubbard e Petersen (1988).

dei *business angel* e dei *venture capitalist* (su cui ci soffermeremo nel prosieguo) che assumono particolare importanza nel finanziamento alle imprese nelle fasi *startup* e *early growth*. In particolare, il *venture capitalist*, oltre a finanziare l'impresa, affianca il *management* della stessa nelle decisioni spesso molto delicate che afferiscono ai primi stadi di vita del progetto. Nella finanza esterna, invece, rientrano i finanziamenti attraverso strumenti finanziari scambiati in mercati aperti e soprattutto sui nuovi mercati creati appositamente per soddisfare la domanda di fondi di questo tipo di progetti ad alto rischio.

Descriviamo ora brevemente le principali caratteristiche delle fonti esterne di finanziamento alle imprese innovative presenti nella gerarchia finanziaria.

2.1.1 Il mercato dell'*angel finance*

La figura principale operante in tale mercato è quella del *business angel*, un individuo con un elevato patrimonio netto che investe direttamente in imprese ancora piccole ma spesso ad alto potenziale di crescita attraverso un contratto azionario. I *business angels* esercitano un minor controllo sull'impresa ed hanno un minor valore aggiunto nel supporto al management per la corretta gestione della stessa rispetto ai *venture capitalist*.

2.1.2 Il mercato del *venture capital*

A differenza del *business angel*, il *venture capitalist* opera come un vero e proprio intermediario finanziario raccogliendo i fondi da un gruppo di investitori (generalmente banche, fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondazioni) e reinvestendoli nel capitale azionario di società giovani ad alto potenziale di crescita e di rischio, che operano spesso nel settore high-technology. Oltre al trasferimento dei fondi dagli operatori in surplus a quelli in deficit finanziario svolge anche le altre funzioni che caratterizzano gli intermediari tradizionali; attua lo *screening* prima ed il *monitoring* poi dei progetti da finanziare seguendo accuratamente le sorti dell'investimento anche dopo l'ottenimento dei fondi e attuando il cosiddetto *stage financing*, subordinando cioè la concessione di ulteriori fondi al raggiungimento dello stato di avanzamento concordato in modo da limitare le perdite del *venture capitalist* in caso di fallimento. Il forte incentivo a monitorare la performance degli imprenditori gli deriva ovviamente dalla proprietà delle azioni dell'impresa: in caso di guadagno, infatti, egli si appropria dell'incremento (*capital gain*) della quota azionaria rilevata. I *venture capitalist*, inoltre, tendono a specializzarsi nel finanziamento ad un dato settore e quindi sviluppano un'alta conoscenza dello stesso che poi sfruttano sia assumendo un ruolo attivo nella gestione dell'impresa sia fornendo una continua consulenza al management sui temi di finanza, marketing, controllo di gestione e pianificazione strategica. Come già sottolineato, il *venture capitalist* si rivela una figura chiave nel finanziamento delle imprese innovative perché aiuta a ridurre le asimmetrie informative nei confronti dei terzi migliorandone l'immagine nei confronti della clientela, infondendo credibilità nel progetto e nell'impresa. Ciò va a beneficio di un'eventuale quotazione sul mercato che altrimenti sarebbe di difficile attuazione. Al termine della durata del finanziamento pattuito il *venture capitalist* decide qual è la via migliore di smobilizzo dei capitali investiti nell'impresa. Tipicamente si ricorre ad una offerta al pubblico iniziale (IPO) se l'impresa ha raggiunto una notorietà tale da renderla pronta ad aprirsi al pubblico². In questo caso la reputazione del *venture capitalist* serve anche ad attirare i sottoscrittori dell'IPO di qualità più elevata. Nel primo trimestre del 2000, il 53,8% delle IPO è stato effettuato da imprese finanziate dal *venture capital*³. La presenza di *venture capital* stimola la nascita di un mercato mobiliare volto ad accogliere le azioni in oggetto ma la relazione di causalità, come vedremo, risulta valida anche nel senso opposto: l'affermarsi di un mercato mobiliare "spesso" facilita la nascita e l'operare di *venture capital*.

² Per gli altri canali di smobilizzo si veda il paragrafo 3.3.1.

³ Masako (2000)

2.1.3 I nuovi mercati

I nuovi mercati sono mercati mobiliari nati al fine di permettere il finanziamento delle imprese innovative. Essi assolvono alla duplice funzione di costituire un canale autonomo di finanziamento diretto a tali imprese e, indirettamente, di agevolare la fase di smobilizzo quando opera un *venture capitalist*. Quando il collocamento azionario non è preceduto dal ricorso al *venture capital*, i problemi di asimmetrie informativa esistenti per questo tipo di imprese potrebbero essere così gravi da impedire l'accesso alla quotazione dei propri titoli. I nuovi mercati, per ovviare a questi problemi, si basano sul continuo rapporto tra l'impresa e gli intermediari specializzati sia nel mercato primario, in fase di collocamento dei titoli, sia in quello secondario dove avviene la negoziazione. La funzione degli intermediari essendo, in fase di collocamento, quella di rendere nota al pubblico l'azienda in cerca di fondi e le qualità del progetto da finanziare agendo in veste di sponsor e, in fase di negoziazione, quella di operare in veste di *dealer*.

In Europa apre nel 1997 l'Euro.NM che nasce dall'unione tra il *Neuer Markt* di Francoforte e l'Euro NM di Bruxelles e Amsterdam con il *Nouveau Marché* di Parigi, a cui si aggiunge nel 1999 il Nuovo Mercato di Milano. Il tentativo di formare una Euro.NM network è fallito a causa delle profonde differenze che persistevano tra i diversi nuovi mercati. Nel 2001 l'EASDAQ è passato sotto la direzione del NASDAQ e i mercati tedeschi, belgi e francesi si sono uniti nella "Euronet alliance".

2.2 Una diversa gerarchia finanziaria? Credito bancario versus *venture capital*

Illustrando la gerarchia finanziaria delle fonti di finanziamento (in ordine crescente di costo) per le imprese ordinarie si è visto come il credito bancario si trovi immediatamente dopo l'autofinanziamento. Le imprese innovative sembrano discostarsi da quelle ordinarie per il minor ricorso al credito bancario. Tale fonte di finanziamento, infatti, non sembra sufficiente a risolvere i problemi che scaturiscono dall'opacità informativa propria di queste imprese. Nel rapporto della Commissione Europea (1995) si legge: "Le banche commerciali più grandi nella maggior parte dei paesi sono restie ad essere coinvolte nel finanziamento dell'innovazione. Le loro capacità di individuare i rischi tecnici dell'innovazione e i loro rapporti con le organizzazioni specializzate nella tecnologia e nell'innovazione sono ancora ampiamente sottosviluppate." E ancora Guiso (1997) sottolinea la più alta possibilità di razionamento del credito bancario a cui sono soggette le imprese innovative.

La mancanza di informazioni adeguate sul progetto da finanziare (a volte dettata proprio dall'impossibilità di rivelare informazioni che andrebbero a vantaggio della concorrenza) e sull'impresa che entra per la prima volta nel mercato del credito rende limitata l'operatività degli intermediari bancari tradizionali. Gli intermediari in finanziamenti di capitale di rischio si discostano dagli intermediari tradizionali non solo per la condivisione del rischio d'impresa ma soprattutto per ricoprire un ruolo attivo nella gestione della società finanziata e una funzione consultiva per la stessa. Il problema di *moral hazard* è più accentuato nelle imprese in crescita e ad alto rischio: l'imprenditore, una volta ottenuti i fondi di cui necessita, può modificare il proprio comportamento decidendo di attuare progetti più rischiosi di quelli presentati ai finanziatori per ottenere credito. Se si tiene conto del fatto che spesso i *venture capitalist* hanno un grado di informazione superiore agli imprenditori in alcuni ambiti di operatività del progetto (come per esempio sulle tattiche da seguire per l'introduzione sul mercato o sull'implementazione dello stesso) si evince come il ricorso al capitale di rischio possa essere preferito al finanziamento tramite debito. Masako (2002) elenca almeno tre motivi che possono spingere le imprese innovative a preferire il *venture capital* al credito bancario.

Se l'imprenditore non possiede garanzie tangibili e adeguate le asimmetrie informative costringerebbero l'intermediario bancario, se egualmente disposto a concedere il prestito, a cautelarsi fissando un tasso d'interesse alto. L'impresa preferirebbe quindi il ricorso ad un intermediario in capitale di rischio che con il proprio *know how* attutisce le asimmetrie informative e non richiede garanzie. A tale proposito Berger e Udell (1998) fanno notare come le imprese innovative a più alto rischio e con maggior probabilità di crescita, e le cui attività sono per lo più immateriali, spesso ricorrono al capitale azionario mentre quelle a minor rischio e con possibilità di concedere garanzie, perché in possesso di attività materiali, è più probabile che ricorrano al debito. Inoltre, la possibile minaccia del *venture capitalist* di duplicare il progetto protetto da diritti di proprietà intellettuale è minore.

Terzo, se il progetto è grande o ha un alto tasso di rendimento si preferisce ricorrere al *venture capital* perché, dovesse il *venture capitalist* espropriare il progetto lo si citerebbe in giudizio traendone un ampio compenso. La sola minaccia attuata dall'imprenditore scoraggerebbe l'espropriazione da parte del *venture capitalist* rendendo tale fonte più attraente per il finanziamento.

Le fonti a disposizione delle imprese innovative quindi sembrerebbero seguire una gerarchia finanziaria diversa da quella valevole per le imprese ordinarie essendo i finanziamenti a titolo di capitale di rischio, soprattutto quelli forniti dai *business angel* e dai *venture capitalist*, meno costosi e più adeguati allo scopo.

2.3 Il ciclo finanziario delle imprese innovative

Nel grafico precedente si è studiato come varia il fabbisogno di finanziamenti dell'impresa con il suo evolversi e quindi con il passaggio dalla fase di *seed* a quella di *sustained growth*. Una volta note le fonti di finanziamento principali a disposizione dell'impresa si può determinare in che fase del ciclo di crescita del progetto è ottimale il loro utilizzo⁴. Il fabbisogno finanziario varia in base alla fase di sviluppo del business, alla grandezza e alla disponibilità di informazioni dell'impresa.

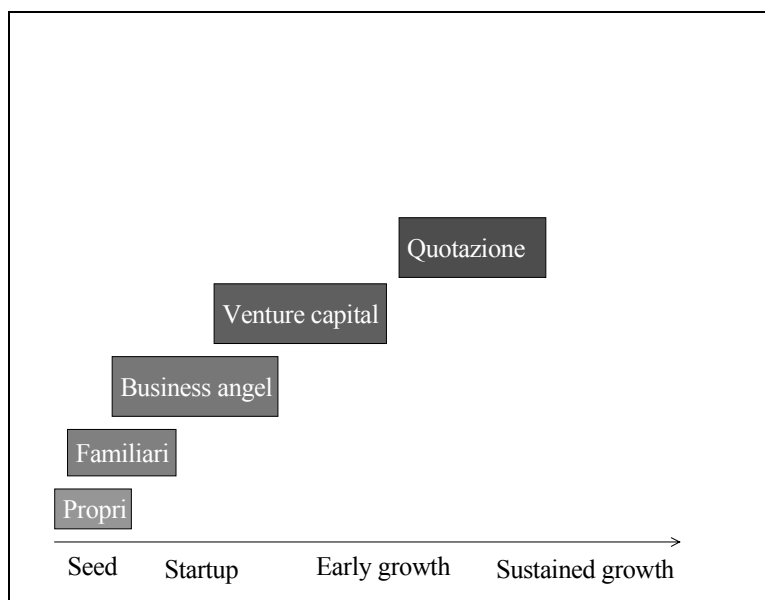


Figura 2. Stadi di sviluppo e fonti di finanziamento

Viene in questo modo a delinarsi la gerarchia finanziaria peculiare delle imprese innovative che vede durante la fase di concepimento dell'idea (*seed*) il ricorso a fonti interne (quali

⁴ Si veda Berger e Udell (1998) e Petrella (2000)

autofinanziamento o fondi resi disponibili da familiari o conoscenti) e al crescere dell'impresa il finanziamento tramite i fondi erogati dai *business angels* prima (*startup*) e dai *venture capitalist* poi (*early growth*). La quotazione, che avviene tipicamente quando l'impresa ha raggiunto una certa dimensione e notorietà (*sustained growth*), si colloca come modalità di finanziamento nella fase finale di sviluppo dell'impresa. In questa fase le imprese innovative iniziano ad avere delle necessità di finanziamento più simili a quelle delle imprese tradizionali (o della "old economy") ricorrendo quindi oltre che al mercato dei capitali anche a quello bancario.

La demarcazione tra i vari momenti in cui le imprese in questione ricorrono alle diverse fonti di finanziamento non è così netta. Specialmente negli ultimi anni anche le imprese nei primi stadi di sviluppo hanno fatto ricorso al finanziamento bancario o al mercato. Ciò è avvenuto grazie sia alla maggiore preparazione acquisita dalle banche nel finanziamento delle imprese giovani sia allo sviluppo dei nuovi mercati che hanno reso possibile l'accesso al mercato mobiliare anche in fase poco avanzata.

Le fonti sopra elencate, inoltre, hanno un alto grado di complementarità: spesso il *business angel* costituisce una figura chiave per l'impresa che vuole successivamente essere finanziata dal *venture capital* così come quest'ultimo è un passaggio obbligato per ridurre l'opacità informativa e accedere al mercato mobiliare.

3. Il mercato del *private equity*

Concentreremo la nostra attenzione sull'*organized private equity market* che comprende gli investimenti azionari in società sia pubbliche che private gestiti professionalmente: considereremo soprattutto le società di *venture capital*. Il mercato del *private equity* comprende anche altri tipi di mercati che si discostano da quelli organizzati oggetto della nostra analisi. Tra questi ricordiamo quello per l'*angel capital* e l'*informal private equity* le cui principali caratteristiche sono rintracciabili nel maggior numero di investitori in ciascuna società, nel minore investimento minimo e nel fatto che gli *insiders* costituiscono il maggiore gruppo di detentori di azioni.

Per dare un'idea delle grandezze coinvolte nel mercato del *private equity tout court*, ci soffermeremo a considerare, nel prossimo paragrafo, la situazione mondiale e il *ranking* tra i vari paesi. Successivamente passeremo a confrontare lo sviluppo del *venture capital* negli Stati Uniti e in Europa per poi soffermarci sulle teorie più accreditate in letteratura per giustificare le differenze riscontrate tra il mercato del *private equity* nei due paesi. Al fine di poter confrontare i due paesi, però, occorre rilevare che in Europa e nella maggior parte del resto del mondo, col termine *private equity* si indicano tutte le operazioni realizzate su fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale, e con *venture capital* il finanziamento dell'avvio d'impresa. Negli Stati Uniti, invece, il *private equity* viene suddiviso in *venture capital*, con cui si indicano solitamente i finanziamenti alle imprese, ad alta crescita potenziale, nei primi stadi di vita, e operazioni di *management buyout/in* (MBO/MBI).

3.1 Uno sguardo d'insieme

Nel corso del 2000, a livello mondiale, sono stati investiti 177 bilioni di dollari di *private equity* e di *venture capital*⁵ con un aumento del 30% rispetto all'anno precedente. Tale ammontare corrisponde allo 0.62% del prodotto interno lordo mondiale.

Anche la raccolta, nello stesso anno, ha subito un incremento rispetto al 1999: essa è pari a 225 bilioni di dollari, il 67% in più se confrontata con l'anno precedente.

Il Nord America ha investito e raccolto la maggior parte dei fondi. Ad essa va attribuito il 71% dell'investimento globale (con 126 bilioni di dollari investiti) e il 70% della raccolta globale (con

⁵ Questi dati e la maggior parte di quelli che seguono, se non diversamente indicato, sono fonte PricewaterhouseCoopers.

una raccolta di 157 bilioni), rispettivamente quattro e tre volte l'ammontare investito e raccolto in Europa Occidentale.

Di seguito riportiamo una tabella contenente tali valori per i primi venti Paesi per ammontare di fondi investiti in *private equity*.

Tabella 1. Investimenti e raccolta per Paese nel 2000 – bilioni di dollari

Paese	Investimenti	Raccolta
1. Stati Uniti	122,1	153,9
2. Regno Unito	12,2	16,3
3. Francia	4,9	6,9
4. Germania	4,4	5,7
5. Canada	4,3	2,8
6. Israele	3,2	3,3
7. Italia	2,8	2,7
8. Cina	2,2	5,8
9. Svezia	2,1	3,4
10. Giappone	2	4,6
11. Olanda	1,8	2,6
12. Singapore	1,2	2
13. Taiwan	1,2	1,1
14. Spagna	1	1,8
15. Corea	1	1,6
16. Argentina	0,9	-
17. Australia	0,7	0,8
18. Svizzera	0,6	0,9
19. India	0,6	0,8
20. Belgio	0,6	0,8

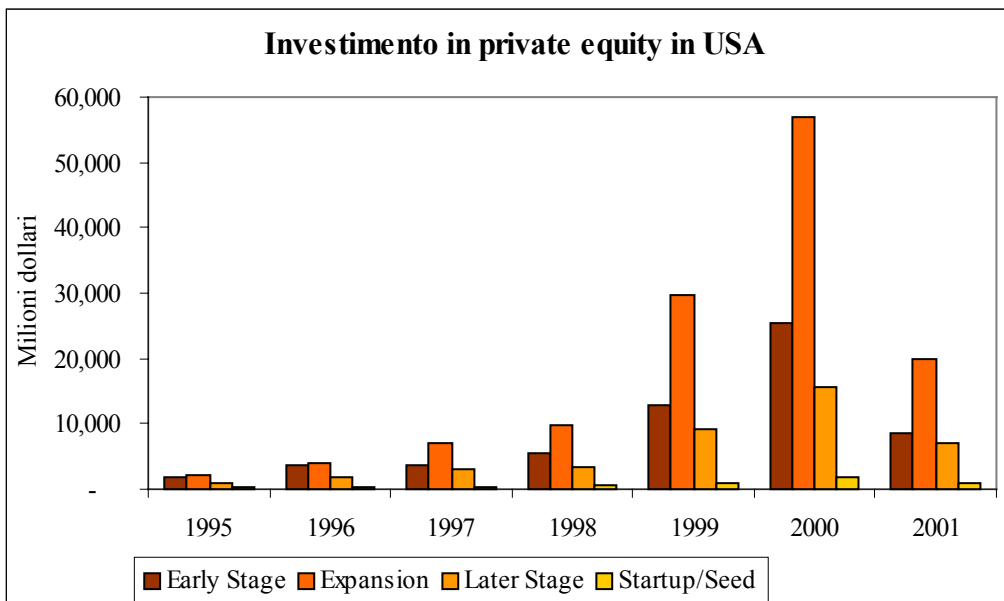
Fonte: *Global Private Equity 2001* – PricewaterhouseCoopers

Agli Stati Uniti, paese *leader* in questo mercato (con un investimento di 122 bilioni di dollari), fa seguito il Regno Unito che, se pur secondo a livello mondiale, investe un ammontare di fondi (12 bilioni di dollari) almeno dieci volte minore. Tale discrepanza tra le somme investite nei due paesi giustifica un'analisi più approfondita delle differenze esistenti tra Stati Uniti ed Europa.

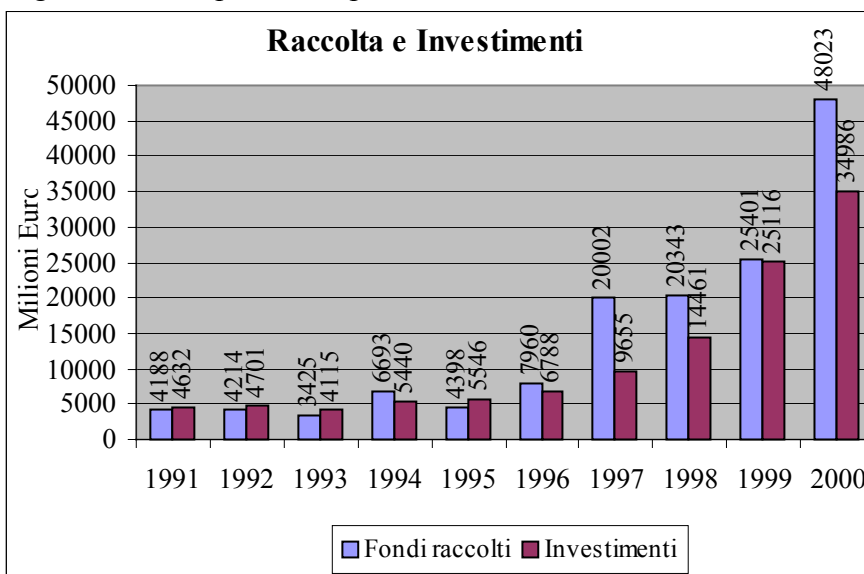
3.2 Il *venture capital* negli Stati Uniti e in Europa

Il *venture capital* è stato uno dei componenti a più alta crescita del sistema finanziario dei Paesi dell'area OCSE nel corso degli anni novanta. Nel periodo 1991-2000 il ricorso al *venture capital* è aumentato di venti volte negli Stati Uniti e di dodici volte in Europa.

La situazione statunitense del mercato del *private equity* negli ultimi sette anni (1995-01) è illustrata nel grafico seguente:



Il grafico che segue mostra le quantità raccolte e gli investimenti effettuati in Europa per ogni singolo anno del periodo sopra indicato:



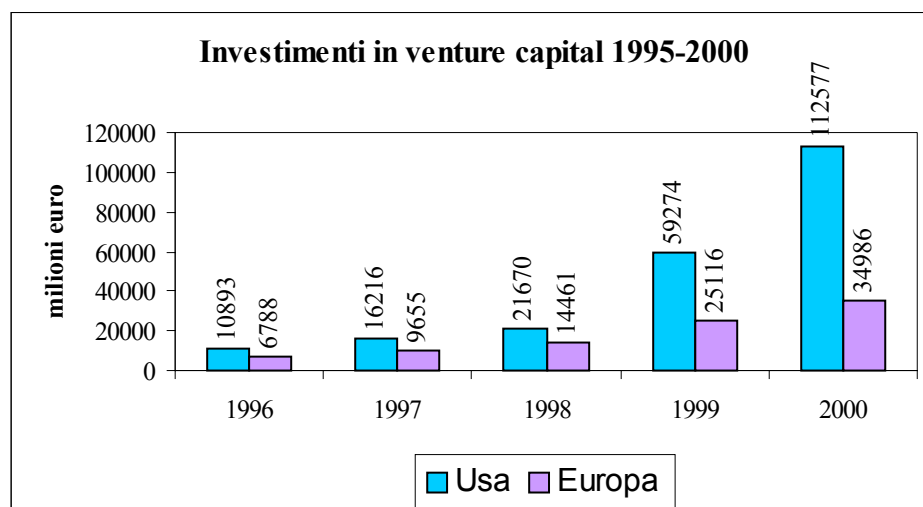
Fonte: EVCA 2001 Yearbook

In ambito europeo i Paesi differiscono notevolmente quanto a numero di investimenti effettuati e ammontare investito, si confrontano i dati per il biennio 1999-00 relativi a quattro Paesi europei e agli Stati Uniti:

Investimenti in venture capital in Europa e Stati Uniti (milioni di euro)

	Italia			Francia			Germania			Regno Unito			Europa			Stati Uniti		
	1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000	2001
Ammontare investito	1779	2969	8%	2817	5304	15%	3159	4767	14%	11501	13180	38%	25116	34986	100%	59274	112577	41287
Numero di investimenti	390	646	5%	2545	2994	23%	2081	3012	23%	2309	1980	15%	11253	13107	100%	5055	7094	3928
Dimensione media	4.6	4.6		1.1	1.8		1.5	1.6		5.0	6.7		2.2	2.7		11.7	15.9	10.5

Pur avendo raggiunto in entrambi i paesi dimensioni rilevanti, il divario tra lo sviluppo di questa forma di *private equity* nei due continenti appare, come abbiamo visto, ancora notevole.



Manigart et al. (2000) mostrano che l'investimento dei *venture capitalist* in Usa è maggiore della somma investita dai *venture capitalist* di Francia, Belgio, Olanda e Regno Unito, mentre quest'ultimo paese supera, a sua volta, la somma degli altri tre paesi europei.

Essi differiscono non solo per l'ammontare di fondi investiti ma anche per la tipologia di investimenti finanziati e per il momento del ciclo di sviluppo dell'impresa in cui intervengono con il finanziamento.

Negli Stati Uniti il *venture capital* finanzia per lo più le imprese che operano in settori tecnologicamente avanzati mentre in Europa si investe maggiormente in settori più tradizionali.

	Italia			Francia			Germania			Regno Unito			Europa		
	1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000	
High-Tech	325	672	23%	808	2408	45%	1347	2362	50%	2128	2587	20%	6418	10976	31%
Non High-Tech	1454	2297	77%	2008	2896	55%	1812	2405	50%	9373	10593	80%	18697	24010	69%
Totale	1779	2969		2816	5304		3159	4767		11501	13180		25115	34986	

Fonte: EVCA 2001 Yearbook

Nel 2000 l'investimento totale degli Stati Uniti in *venture capital* nel settore tecnologico (63.9 bilioni di euro) è cresciuto del 119% rispetto all'anno precedente e supera di sette volte l'ammontare investito in Europa nello stesso settore (9.2 bilioni di euro). Nel primo semestre di tale anno, infatti, gli Stati Uniti hanno investito il 90% dei propri fondi in tale settore⁶ contro il 28% investito in Europa.

La distribuzione di tali investimenti all'interno dei diversi settori tecnologicamente avanzati varia tra i due paesi. Nella tabella che segue si riportano le quote investite distinte a seconda del settore di destinazione.

Tabella 2. Confronto tra investimenti di *venture capital* nei settori tecnologici d'Europa e USA

	Ammontare (milioni €)			Ammontare (milioni €)	
	1999	2000		1999	2000
Europa: settori			USA: settori		
Comunicazioni	1,098	1,232	Comunicazioni	9,476	24,372
Internet	921	1,792	-	-	-

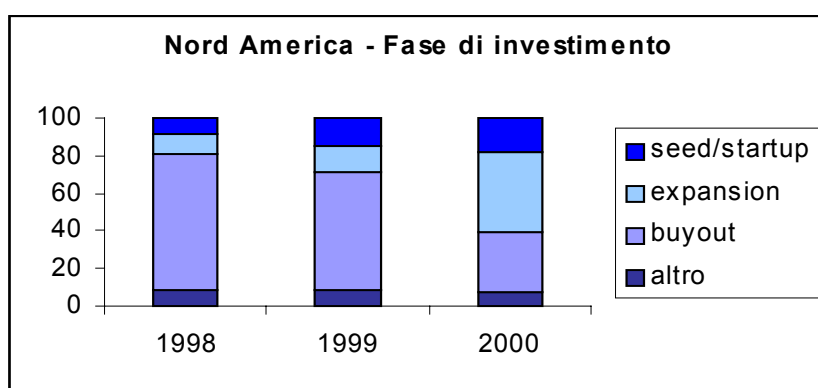
⁶ Fonte: National Venture Capital Association.

Elettronica	496	1,012	Elettronica	982	1,918
Software	1,559	3,260	Software	8,685	19,326
Servizi computer	302	573	Servizi computer	5,890	9,592
Semiconduttori	85	343	Semiconduttori	1,246	3,126
Strumenti medici	204	205	Strumenti medici	1,370	2,117
Biotecnologie	504	756	Biofarmaceutico	1,645	3,464
Totale	5,168	9,173	Totale	29,234	63,915

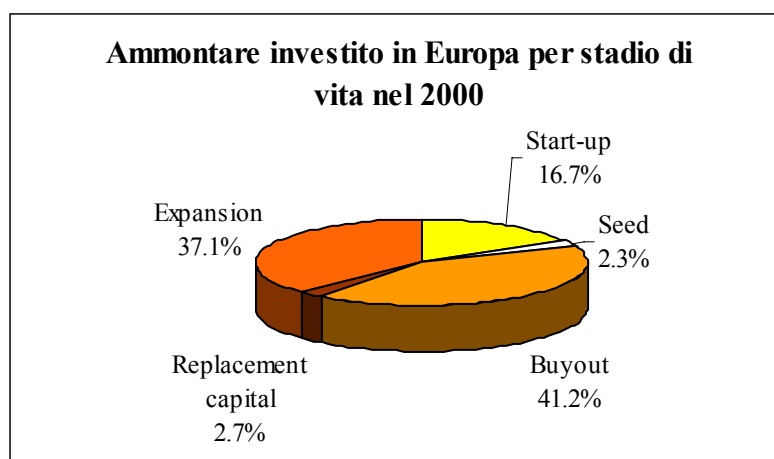
Fonte: PricewaterhouseCoopers, *Money for Growth – Technology investment report 2000*

N.B. La distinzione tra settori industriali nei due paesi non coincide perfettamente. Inoltre, i dati in tabella provengono da due fonti (rispettivamente *European Money for Growth* e *USA Moneytree*) non confrontabili direttamente a causa dell'inclusione, nei dati per l'Europa, dell'intero *private equity* e del debito, i dati USA, invece, comprendono solo il *venture capital*. Tendendo in considerazione quanto detto, la tabella è comunque (e a maggior ragione) d'aiuto per notare il minor ruolo del *venture capital* in Europa.

Un altro elemento di differenziazione tra i due Paesi è costituito dalla fase di vita dell'impresa in cui interviene il *venture capital*. Negli Stati Uniti esso tende a finanziare imprese che si trovano nei



primi stadi di sviluppo, in Europa, viceversa, tali fondi si rendono disponibili a imprese già mature:



Distribuzione degli investimenti per fase di sviluppo

	Italia			Francia			Germania			Regno Unito			Europa		
	1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000		1999	2000	
Seed e Startup	147	539.7	18%	519.3	1154.8	22%	1001.3	1653	35%	254.7	1612.3	12%	3239.4	6663.4	19%
Expansion	393.9	966.3	33%	1071.1	1883.6	36%	1582.6	2143	45%	2282.6	4487.3	34%	7432.7	12986.3	37%
Replacement	84.7	99.1	3%	153.7	245.1	5%	107.4	132	3%	256.4	108.9	1%	1186.2	930.1	3%
Buyout	1153	1363.3	46%	1072.7	2020.5	38%	467.5	840	18%	8707.2	6971.3	53%	13257.4	14405.9	41%

Totale	1779	2968.4	2816.8	5304	3158.8	4767	11500.9	13180	25115.7	34985.7
--------	------	--------	--------	------	--------	------	---------	-------	---------	---------

Altro elemento di eterogeneità risiede nelle diverse fonti di finanziamento al *venture capital*: gli Stati Uniti ricorrono a varie fonti ma la principale è costituita dai fondi pensione che hanno apportato circa il 40% dei capitali nell'ultimo decennio; in Europa, invece, fino al 1999 prevaleva l'offerta di capitale bancario mentre il Giappone si trova in una situazione intermedia.

All'interno dell'Europa la situazione è eterogenea: i fondi pensione sono rilevanti nel Regno Unito, in Finlandia e in Svezia; le banche sono una fonte importante di capitale in Germania, Olanda, Spagna, Danimarca e Italia.

Per quanto concerne l'Europa, i fondi raccolti nel 2000 sono pari a 48bilioni di euro, un aumento dell'89% rispetto al valore dell'anno precedente. La Gran Bretagna ha contribuito a questo aumento per il 37%, la Francia per il 16% e la Germania per il 13%.

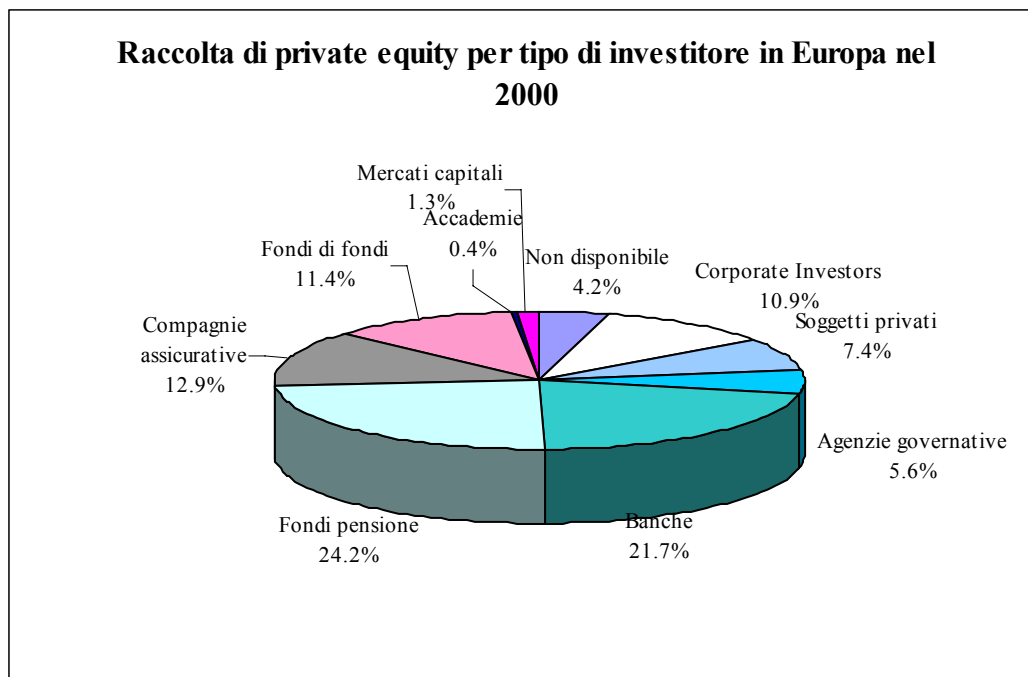
Raccolta di private equity per tipo di investitore in Europa (migliaia Euro)

	1999		2000	
	Ammontare	%	Ammontare	%
Corporate Investors	2422498	10.3	4787360	10.9
Soggetti privati	1563965	6.6	3269779	7.4
Agenzie governative	1192872	5.1	2444958	5.6
Banche	7384535	31.4	9554114	21.7
Fondi pensione	4742390	20.1	10654717	24.2
Compagnie assicurative	3354436	14.2	5687227	12.9
Fondi di fondi	1013255	4.3	5017284	11.4
Istituzioni accademiche	101434	0.4	197928	0.4
Mercati capitali	58113	0.2	552726	1.3
Non disponibile	1710272	7.3	1844149	4.2
nuovi fondi raccolti	23543772	100	44010241	100
Capital gains realizzati	1857682	-	4013148	-
Totale fondi raccolti	25401452	-	48023389	-

Fonte: EVCA 2001 Yearbook

L'anno 2000 può essere considerato un anno chiave per la raccolta europea in quanto i fondi pensione diventano la fonte maggiore di raccolta di private equity, primato che fino all'anno precedente spettava alle banche. Mentre le banche contribuiscono alla raccolta nel 2000 per il 22% circa, i fondi pensione, con un aumento del 125% rispetto all'anno precedente, vi contribuiscono per il 24%. Altre fonti di rilievo sono le compagnie assicurative e i fondi di fondi che costituiscono rispettivamente il 13% e l'11% della raccolta totale.

3.3 Quali spiegazioni per le differenze tra Stati Uniti e Europa?



3.3.1 La disponibilità del canale di smobilizzo attraverso un'IPO

La fase di disinvestimento permette a chi ha prestato fondi al *venture capitalist* di rientrarne in possesso e di decidere come ri-direzionare tali fondi, confermando la fiducia al *venture capitalist* precedente o cercandone di nuovi e più efficienti.

La decisione riguardo allo smobilizzo della partecipazione azionaria che il *venture capitalist* possiede nell'impresa, quindi, è delicata quanto quella relativa alla fase di investimento. Così come in fase di investimento le fonti di finanziamento adeguate variano al variare della situazione in cui versa l'impresa (grado di notorietà sul mercato, fase di sviluppo ecc.), anche nella fase di disinvestimento i canali disponibili sono diversi a seconda della performance dell'impresa finanziata.

Una prima possibilità è che il progetto finanziato si riveli un totale fallimento. In questo caso non si tratta di un vero e proprio disinvestimento quanto di un azzeramento del valore della partecipazione (*write off*).

Una seconda possibilità è costituita dal riacquisto della partecipazione da parte del management o dell'imprenditore originario (*buy back, releveraged buy out, leveraged buy out*). Questa scelta, se non prevista già contrattualmente dall'inizio, è spesso l'ovvia conseguenza di una performance insoddisfacente, tale cioè da non attirare altri potenziali acquirenti.

Un'altra alternativa per la liquidazione dell'investimento è costituita dalla vendita attraverso trattativa privata (*trade sale*) della partecipazione a terzi. L'acquirente potrebbe essere un imprenditore interessato a sviluppare ulteriormente l'idea, un operatore finanziario disponibile a concedere ulteriori finanziamenti oppure un investitore istituzionale come fondi chiusi e fondi pensione. In questo caso la performance del progetto finanziato è sicuramente positiva ma non tanto da assicurare il successo di un possibile ricorso al finanziamento pubblico come nell'ultima possibilità che è costituita dalla quotazione in Borsa dell'impresa partecipata tramite un'offerta al pubblico iniziale (IPO).

Quest'ultimo canale è disponibile per quelle imprese che sono state in grado di superare i problemi di asimmetria informativa con i terzi e che hanno realizzato il proprio progetto imprenditoriale con risultati positivi e con attese di ulteriori sviluppi. La disponibilità di una tale via di *exit* è però subordinata alla presenza di un efficiente mercato azionario in cui attuare l'offerta pubblica.

La scelta del canale, da parte del *venture capitalist*, attraverso cui procedere allo smobilizzo della partecipazione azionaria è influenzata sia dalla performance dell'investimento sia dalla disponibilità del canale stesso nel paese in cui si opera. In alcuni paesi, infatti, il mercato azionario non è tanto sviluppato da consentire il disinvestimento attraverso un'offerta al pubblico iniziale e quindi gli unici canali disponibili rimangono il riacquisto della quota da parte della società o la vendita di quest'ultima. Secondo Black e Gilson (1998): “*a well developed stock market that permits venture capitalists to exit through an initial public offering (IPO) is critical to the existence of a vibrant venture capital market* (p.245)”. La possibilità di effettuare un'offerta al pubblico iniziale è cruciale per l'imprenditore perché gli permette di riacquistare il controllo⁷ che invece, in caso di vendita della partecipazione a terzi, passerebbe all'acquirente. Ecco quindi che la presenza di un mercato azionario consolidato assume importanza perché unico mezzo per pervenire a tale canale di disinvestimento. Ancora Black e Gilson (1998): “*The strong form of our theory is that the entrepreneur's preference for control is strong enough to significantly impair the development of a venture capital market in countries where exit by acquisition is the only viable option* (p.265)”. Secondo questa teoria, quindi, la differenza tra paesi orientati al mercato o agli intermediari può rilevare nella spiegazione dello sviluppo del *venture capital*. In effetti, dall'evidenza empirica si nota che paesi con un mercato dei capitali orientato agli intermediari, come il Giappone o la Germania, hanno poco *venture capital*, viceversa, sistemi orientati al mercato, come gli Stati Uniti o il Regno Unito⁸, hanno un *venture capital* più attivo e sviluppato.

3.3.2 Critiche e altre possibili spiegazioni

La motivazione data da Black e Gilson (1998) per il maggior successo e sviluppo del *venture capital* negli Stati Uniti, però, sembra plausibile se si considera un mercato azionario in fase di boom. Qualora vi fosse una situazione di caduta dei prezzi azionari la tesi diventerebbe meno sostenibile. Gli stessi Black e Gilson ricercano quindi altre spiegazioni per la mancanza in Europa di un *venture capital* dinamico e pronto ad intervenire nelle fasi iniziali dei progetti ad alta tecnologia come invece accade negli Stati Uniti.

In effetti ci sono stati tentativi di creare mercati azionari in Europa capaci di accogliere anche le azioni delle imprese più piccole ad alta tecnologia ma non sono stati sufficienti a risvegliare in maniera adeguata il *venture capital*. Ciò che manca nei sistemi orientati agli intermediari non è tanto un mercato borsistico quanto le istituzioni secondarie che nascono come conseguenza dello sviluppo di quest'ultimo. L'approccio tipicamente bancario al finanziamento, con la richiesta di garanzie tangibili e un continuo monitoraggio non accompagnato da una consulenza specifica al soggetto che si affaccia per la prima volta sul mercato dei capitali, mal si presta ad essere da stimolo all'innovazione.

Anche le differenze presenti nella regolamentazione del mercato del lavoro possono dar conto della situazione. In molti paesi dell'Europa occidentale vi è un mercato del lavoro poco flessibile che rende i costi per le imprese startup spesso proibitivi e le induce a rinunciare al proprio progetto. In Germania, per esempio, vi sono alti costi per il licenziamento e poco *venture capital*, viceversa negli Stati Uniti o nel Regno Unito dove il mercato del lavoro è più flessibile.

Un altro aspetto da considerare per dar conto delle differenze tra Europa e Stati Uniti è la forma di raccolta del *venture capital*, gli investitori professionali, cioè, attraverso cui viene realizzata l'attività di investimento in capitale di rischio. La forza del *venture capital* statunitense sta nei fondi pensione che contribuiscono per circa il 40% del totale degli investimenti in tale settore. In Giappone e in Germania, invece, la regolamentazione porta tali fondi lontani dal finanziamento al *venture capital*. Sono quindi gli investitori istituzionali ad essere parzialmente responsabili del

⁷ In letteratura si dice che l'imprenditore che prevede lo smobilizzo tramite un'IPO è come se acquistasse un'opzione *call* sul controllo.

⁸ Black e Gilson (1998) evidenziano come, nonostante il Pil del Regno Unito sia circa due terzi di quello tedesco, il *venture capital* sia circa cinque volte più grande.

mancato sviluppo del *private equity* europeo in parte perché ad un'ancora debole cultura dell'innovazione è associata una maggiore avversione al rischio, in parte perché mancano le strutture adeguate per assicurare trasparenza e liquidità al mercato che invogliano all'investimento. Se si guarda però al successo ottenuto dagli imprenditori che hanno abbandonato il proprio paese per investire in quelli con un *venture capital* più sviluppato, si nota come il fattore prevalente nella spiegazione delle differenze sia non tanto quello culturale quanto la mancanza di infrastrutture atte a supportare l'investimento.

4. Il mercato del *public equity*

4.1 Uno sguardo d'insieme

Nonostante la sua diffusione, il *venture capital* non costituisce la fonte primaria di capitale nell'economia statunitense. Giudici e Paleari (2001) riportano che negli Stati Uniti, mentre il *venture capital* ha investito 137 bilioni di dollari tra il 1990 e il 1999, le imprese quotate al Nyse o al Nasdaq raccolgono, negli stessi anni, rispettivamente 190 e 300 bilioni di dollari.

Anche in Europa, grazie alla nascita dell'Euro.NM, il *public equity* inizia ad assumere importanza come fonte di finanziamento delle imprese innovative. Dal febbraio del 2000, 368 imprese si quotano nell'Euro.NM e raccolgono fondi per un ammontare di 14 bilioni di euro.

4.2 La quotazione negli Stati Uniti e in Europa

I costi per accedere al mercato azionario rendono tale fonte di finanziamento spesso proibitiva per le *startup*: i costi di registrazione e sottoscrizione costituiscono in media il 14% dei fondi raccolti tramite IPO mentre quelli che derivano dall'*underpricing* sono stimabili in un altro 15%⁹. L'ammissione al listino ufficiale di borsa è quindi spesso preclusa alle imprese di minori dimensioni ma non a quelle che già godono di notorietà sul mercato o che possono vantare la presenza di un socio istituzionale, come per esempio un *venture capitalist*, che permette di ridurre l'opacità informativa. L'accesso al mercato del *public equity*, quindi, è funzione della grandezza dell'impresa, della sua notorietà e delle fonti finanziarie di cui ha usufruito prima della quotazione. In merito a quest'ultimo punto il nesso di causalità sembra valere in entrambi i versi: rapporti di finanziamento precedenti possono aiutare le imprese alla quotazione ma anche quest'ultima può essere di valido ausilio per ottenere finanziamenti in futuro. Pagano et al. (1998) scoprono che il ricorso al pubblico come fonte di finanziamento rende il credito bancario meno costoso. Quando vi è un'IPO, a causa sia della migliore posizione contrattuale sia della maggiore informazione pubblica, i tassi di interesse sul credito a breve si riducono e aumentano le banche disposte a prestare i fondi alla società.

Così come riscontrato per il mercato del *private equity*, anche per il *public equity* la situazione europea differisce da quella statunitense.

La debolezza del mercato azionario europeo sembra confermata dal numero crescente di società europee che si quota in USA (tale quota è quadruplicata) e dalla riduzione (di un terzo) delle società statunitensi che si quotano in Europa. Le imprese europee che ricorrono al mercato estero tendono ad essere imprese ad alta tecnologia che hanno bisogno di abili analisti e di mercati più liquidi e che trovano queste qualità nel mercato USA.

I suddetti punti a favore del mercato USA, comunque, potrebbero attenuarsi con il procedere del processo di integrazione del mercato dei capitali europei¹⁰.

Pagano et al. (1998) notano che in Italia vi sono poche IPO da parte di società giovani, mentre negli Stati Uniti molte imprese *startup* ricorrono al pubblico per finanziare la loro fase di espansione.

⁹ Corwin e Harris (2001).

¹⁰ vedi Pagano, Roell, Zechner (2000).

In Italia, Spagna e Svezia il ricorso al mercato azionario non è visto come un'opportunità per finanziare la crescita ma per "ribilanciare" i propri conti dopo un periodo caratterizzato da alti investimenti.

4.3 Quali spiegazioni per le differenze tra Stati Uniti e Europa?

Pagano et al. (1998) si interrogano sulle cause che in Italia portano le imprese più grandi a quotarsi. Due sono le alternative proposte: l'abilità delle imprese più piccole a trovare altre fonti atte a finanziare le fasi iniziali dei progetti di investimento o la difficoltà di accedere al mercato del *public equity*. A giustificare questa seconda alternativa vi sarebbero le tasse più alte rispetto agli Stati Uniti cui le società quotate sono assoggettate, la mancanza di investitori istituzionali specializzati in *venture capital* e un mercato azionario per le piccole imprese non ancora a regime. Infatti, solo quando il mercato azionario raggiunge una massa critica si innesca l'effetto "snowball"¹¹ con nuove imprese che si quotano sul mercato, rendendo quest'ultimo più liquido ed efficiente, ed attirandone quindi delle altre. Le due alternative di cui sopra sono in realtà, come già visto, strettamente correlate; l'esistenza di *informed capital* permette alle imprese un più facile accesso al mercato del *public equity* e quindi ne stimola la crescita, viceversa un mercato del *public equity* sufficientemente sviluppato, rendendo più accessibile l'entrata alle imprese *venture backed*, aiuta a liberare risorse per finanziare nuove startup tramite *informed capital*.

Data la complementarità tra le due fonti, il mancato sviluppo del mercato azionario può essere spiegato non solo con la mancanza di *informed capital* ma anche con una sua eccessiva forza contrattuale. Michelacci e Suarez (2001) fanno notare che, se la divisione del surplus tra il *venture capitalist* (o la banca) che concede finanziamenti alla *startup* e l'imprenditore della società stessa è sbilanciata a favore dei primi, l'imprenditore avrà meno possibilità di sviluppare il proprio progetto innovativo e sarà costretto a ritardare l'entrata in borsa. Questo ha un duplice effetto: deprime lo sviluppo dei mercati azionari e frena l'innovazione perché impedisce il riciclo di *informed capital* per nuovi progetti. Questa teoria è in grado di spiegare il mancato sviluppo di un mercato del *public equity* in Europa della stessa portata di quello statunitense. Inefficienze nel mercato dell'*informed capital* come, ad esempio, banche con alto potere e quindi con un'appropriazione del surplus elevata, portano a relazioni di credito troppo lunghe e ad uno scarso sviluppo del mercato azionario. Questo è quello che si pensa possa essere accaduto in Europa in cui vi è un ritardo notevole nella decisione delle imprese di quotarsi in borsa e quindi nell'adozione di nuove tecnologie¹² che sono invece solitamente spinte dallo sviluppo dei mercati azionari.

L'emergere o meno di un mercato per le imprese giovani, come il Nasdaq, quindi, può essere spiegato grazie alle decisioni sulla divisione del surplus tra banche e imprese e alle normative che regolano quest'aspetto nei diversi paesi.

Lo sviluppo dell'Euro.NM ha in parte mutato la situazione del *public equity* in Europa. Bottazzi e Da Rin (2000) trovano che le imprese altamente innovative che si quotano nell'Euro.NM aumentano la loro ampiezza e usano i proventi ricavati dalla quotazione tramite IPO per finanziare la crescita. Giudici e Paleari (2001) compiono un'analisi empirica da cui scaturisce, contrariamente ai risultati di Pagano et al.(1998), oltre alla bassa età media delle società quotate nell'Euro.NM una visione dei nuovi mercati europei come "*markets for projects*". Le risorse delle imprese che si quotano su questi mercati sembrano fondarsi soprattutto sulla liquidità raccolta a seguito della quotazione mentre le fonti interne delle stesse sembrano essere scarse. Non sarebbe quindi sostenibile l'ipotesi dell'impresa che ottiene prima fondi dal private equity per poi ricorrere al mercato solo in fase di ristrutturazione di bilancio o in fase di sviluppo. Viceversa le imprese

¹¹ Vedi Subrahmanyam e Titman (1999).

¹² Per la sotto-specializzazione dell'Europa nell'industria HT rispetto agli USA: OECD (1994).

proporrebbero direttamente sul mercato del public equity il proprio progetto e si sottoporrebbero alla valutazione del pubblico portando così il mercato azionario ad assumere anche in Europa una posizione cruciale nel finanziamento alle startup.

5. Il sistema bancario

Allen e Gale (1999) confrontano i mercati e gli intermediari come fonte di finanziamento per i settori ad alta tecnologia focalizzando l'attenzione sulla diversità di opinione che può essere presente tra gli investitori riguardo alla valutazione e all'efficacia dei progetti finanziati. L'incertezza non è solo sull'esito del progetto innovativo ma anche e soprattutto sulle strategie di management da seguire.

Il mercato finanziario è costituito da investitori che raccolgono le informazioni necessarie sul progetto per poi decidere individualmente se concedere o meno il finanziamento. Solitamente ci sono molte imprese da finanziare e ognuna è finanziata da pochi investitori con omogeneità di opinioni.

Gli intermediari finanziari, invece, delegano ad un manager la decisione di investire in un progetto che può quindi essere finanziato anche contro la volontà di alcuni degli investitori. Dato che solo il manager deve essere informato, l'intermediario sostiene costi minori per l'acquisizione dell'informazione. Il problema sorge in presenza di un'alta probabilità di disaccordo che può portare ad un basso finanziamento all'innovazione.

Il ricorso al mercato azionario è vantaggioso quando c'è poco consenso sul successo dei progetti e su come un'impresa dovrebbe essere gestita perché consente agli investitori di controllare l'operato dell'impresa finanziata. Esso ha un maggior ruolo nelle industrie poco concorrenziali o dove la tecnologia cambia velocemente: infatti la quotazione è diffusa tra le grandi compagnie e nelle industrie continuamente soggette a sviluppo tecnologico. I Paesi con un mercato azionario "più spesso" sono anche quelli con un ammontare altrettanto significativo di innovazione tecnologica e con industrie altamente concentrate. Molte delle innovazioni introdotte dalla rivoluzione industriale in Inghilterra nel IX secolo esistevano già prima del momento in cui tale rivoluzione ebbe effettivamente luogo, ciò che effettivamente permise di poterle mettere in pratica in modo economico e di diffonderle fu il finanziamento da parte della London Stock Exchange¹³. Lo stesso è accaduto negli Stati Uniti dove la presenza del New York Stock Exchange è stata determinante per la diffusione delle industrie del XX secolo (elettronica, automobili, computer, ecc.)

Il ricorso alle banche, invece, dove i controlli sono effettuati solo saltuariamente, sembra vantaggioso quando c'è consenso sulle azioni intraprese dal management: esse sono adeguate a finanziare industrie tradizionali dove la tecnologia è nota.

Questo risultato trova conferma in uno studio sul finanziamento alle nuove imprese a base tecnologica (NTBF)¹⁴ da parte delle banche commerciali in Europa¹⁵ pubblicato nel 2000. Dalla *survey* si evince che, in generale, le banche non sono proiettate al finanziamento di tale tipo di imprese: solo il 30% del campione¹⁶ pensa di estendere loro il prestito in futuro e appena il 15% ha strategie *ad hoc* per start-up (prestiti meno costosi, tassi d'interesse legati alla performance). Le banche che vedono nelle imprese NTBF un tipo specifico di cliente dichiarano di adeguarsi ai loro bisogni tramite l'offerta di un approccio più flessibile nei confronti delle garanzie, concedendo più credito (sempre però sulla base del capitale azionario posseduto dalle imprese) e dando ad esse consigli tramite uno staff specializzato, nessuna però accetta attività immateriali a garanzia del prestito.

Le banche che non finanziano tale tipo di imprese, invece, citano come motivi principali: l'offerta limitata di richieste di finanziamento, l'alto livello di rischio, la quantità limitata di capitale

¹³ Si veda al proposito Bagehot (1873) e Hicks (1969).

¹⁴ Queste imprese hanno meno di 25 anni e sono indipendenti da società più grandi.

¹⁵ Si considerano anche alcune banche degli Stati Uniti e di Israele.

¹⁶ 49 filiali bancarie in Europa, Stati Uniti e Israele.

azionario tra le imprese che chiedono i finanziamenti e la mancanza di esperienza all'interno della banca. Queste barriere, inoltre, interagiscono amplificandosi: la mancanza di capitale azionario porta alla mancanza di debito, la poca esperienza delle banche in tali settori aumenta i rischi che le stesse corrono.

In Usa, invece, un insieme di banche con conoscenze specifiche sui mercati tecnologici agisce assieme al venture capital e ai business angels nella concessione dei finanziamenti: le banche finanziano le imprese con la copertura azionaria più solida.

Nella maggior parte dei casi le banche pensano che il mercato azionario sia più adeguato a valutare i rischi e a concedere fondi alle imprese ad alto rischio nelle prime fasi di vita.

Il credito bancario entra come modalità di finanziamento delle imprese innovative soprattutto durante l'ultima fase del loro sviluppo quando, cioè, hanno raggiunto una dimensione e un livello produttivo tale da generare attività tangibili che possono servire come garanzia. Le banche, infatti, preferiscono prestare ad imprese con una posizione finanziaria già solida e con flussi di cassa stabili, requisiti certamente non soddisfatti dalle startup. Inoltre, l'alto costo da sostenere per monitorare queste ultime rende spesso non conveniente la concessione di credito.

A seguito del cambiamento di rotta del mercato azionario avvenuto nel marzo 2000, però, il sistema bancario ha iniziato ad attuare sforzi per investire in settori con floride prospettive di sviluppo e per sostituirsi alle fonti più tradizionali per questo tipo di imprese (tipicamente il venture capital o l'emissione azionaria)¹⁷. A conferma di ciò Duvier (2000), in un'indagine sul finanziamento di un campione di 85 *internet startup* in Francia, trova che anche queste ricorrono al finanziamento bancario.

5.1. Quali possibili cambiamenti?

La letteratura sull'intermediazione distingue tra *relationship* e *transaction lending*.

Un intermediario relazionale viene distinto da uno transazionale

- per la raccolta di customer-specific informations
- per l'estensione (a più prodotti/servizi e nel tempo) del rapporto finanziato-finanziatore.

Il credito transazionale si basa su informazioni pubbliche, l'intermediario in tal caso ha un atteggiamento di tipo "assicurativo": stima un grado di insolvenza atteso e determina le condizioni del singolo credito.

Solitamente viene riconosciuto un ruolo cruciale alla banca nella sua funzione di *relationship lender*: la peculiarità del prestito bancario deriverebbe dal rapporto stretto e continuo tra soggetto finanziato e prestatore. L'acquisizione, infatti, da parte del prestatore, di informazioni dettagliate sul prenditore e la valutazione della profittabilità dell'investimento finanziato attraverso molteplici interazioni nel tempo mette la banca in grado di attutire i problemi di informazione asimmetrica. Il *transaction lending*, che consiste in una singola transazione con il cliente o da molteplici transazioni identiche con diversi clienti, viceversa, è stato dai più concepito come una forma di finanziamento degli intermediari non specificamente bancari che si basa su informazioni pubbliche. Solo di recente si è messo in evidenza il ruolo della banca sia come *relationship* sia come *transaction lender* e la variazione dei confini di queste modalità di finanziamento al variare della concorrenza a cui le banche devono far fronte. La lettura più convincente di questa visione della banca come composta da due anime rimane comunque quella che considera la banca sempre come relazionale ma non sempre con la stessa intensità. In particolare, secondo Boot e Thakor (2000), una maggiore competizione interbancaria riduce la quantità totale di credito erogato rendendo lo stesso più relazionale. La riduzione delle rendite attese, infatti, riduce la capacità di credito delle banche e porta queste ultime a difendersi dall'abbassamento generale delle rendite da credito susseguente all'aumento del numero di banche tramite un'attività relazionale. Una maggiore competizione da

¹⁷ Infatti, tra il secondo e il quarto trimestre del 2000, mentre l'emissione di azioni si è dimezzata, l'ammontare di prestiti bancari è raddoppiata.

parte del mercato, viceversa, abbassa ancora la quantità totale di credito erogato rendendolo però meno relazionale. Un aumento della pressione competitiva dei mercati tende a ridurre i margini per le banche costringendo le più deboli a fondersi o ad essere acquisite. La riduzione del numero di banche che ne consegue porta pure ad una riduzione della competizione interbancaria. In tale situazione il mercato si sostituisce alla banca per i clienti con rating più alto che ricevevano transaction loans ma ora risulta conveniente erogare tale tipo di credito anche ai clienti a rating più basso dato che il credito relazionale è diventato meno redditizio per le banche.

La risposta del sistema bancario al fabbisogno finanziario delle imprese innovative, infatti, è consistita soprattutto in una modifica delle modalità di erogazione dei prestiti: alla banca vista tipicamente come banca relazionale si va a sostituire un tipo di banca che, accanto ai tradizionali rapporti di lungo periodo con i clienti intraprende anche dei prestiti transazionali coadiuvata dall'introduzione di nuovi strumenti finanziari come per esempio il cosiddetto *project financing* in cui la banca si specializza nel finanziamento di progetti specifici. Questo può portare ad economie di scala che possono sfociare in una maggiore concentrazione del sistema bancario o nella specializzazione settoriale delle banche più piccole. Per favorire la specializzazione la banca può incrementare l'uso degli strumenti che le permettono di trasferire il rischio di credito oppure può modificare il lato delle passività accostando ai tradizionali depositi delle passività che partecipino alle perdite a fronte dei cambiamenti avvenuti nelle voci dell'attivo sempre più orientate verso prodotti a base azionaria.

6. Conclusioni: il finanziamento alle imprese innovative in periodi di *financial distress*

In questo lavoro si è focalizzata l'attenzione sulla capacità da parte degli intermediari (sia bancari sia venture capitalist) o del mercato di individuare i progetti innovativi più promettenti e di concedere loro i finanziamenti di cui abbisognavano. Cruciale è risultata in questo senso l'attività di screening offerta dagli intermediari e la capacità da parte del mercato di canalizzare i propri fondi verso i progetti più promettenti. L'individuazione dei progetti più efficienti è ovviamente di primaria rilevanza per lo sviluppo e la crescita di un settore e quindi la scelta delle imprese a cui concedere i cosiddetti crediti di finanziamento non poteva che assumere un ruolo centrale nel presente studio.

Un sistema è tanto più votato alla crescita quanto più efficacemente riesce a svolgere la propria funzione di selezione dei progetti. Un Paese, viceversa, che elargisse finanziamenti indistintamente a tutte le imprese innovative non agirebbe sicuramente a favore di una crescita di lungo periodo. Non è detto che tutte le idee debbano essere finanziate: negli ultimi anni, in particolare, una notevole somma di capitale è stata sprecata in aziende che si sono rivelate meno promettenti di quel che ci si aspettava.

E' vero quindi che non a tutte le imprese con progetti innovativi devono essere concessi i finanziamenti ma è anche vero che non a tutte le imprese finanziate in temporanea difficoltà, che cioè non rispecchiano un criterio di massimizzazione di profitto di breve, debba essere negato credito.

Un'analisi sul finanziamento delle imprese innovative, quindi, non può prescindere dagli stadi successivi a quello del ricevimento del prestito iniziale nell'arco della vita di un'impresa. In particolare, ci sembra rilevante analizzare cosa accade quando un'impresa, inizialmente giudicata efficiente, si trova con problemi di temporanea illiquidità che non le permettono di portare avanti un progetto, giudicato ancora profittevole.

Al proposito si possono distinguere tre situazioni in cui può versare l'impresa che ha già ricevuto il capitale iniziale da una banca: se da tale relazione si intuisce che l'impresa è un'impresa "cattiva" (ha progetti non profittevoli) la banca le nega i finanziamenti e l'impresa è destinata a scomparire; se l'impresa è "matura" essa è sufficientemente solida dal punto di vista patrimoniale per passare alla quotazione sul mercato azionario; se l'impresa è considerata "buona" ma non ancora matura, la scelta (e i rischi) della quotazione sul mercato sono a carico dell'impresa. In quest'ambito di discussione si colloca la questione dei *crediti di funzionamento*, quelli concessi non per l'avvio ma

per la prosecuzione del progetto d'investimento. Le imprese definite “buone” possono essere soggette a *privately inefficient separation* quando vengono negati i fondi ad imprese con progetti nel lungo profittevoli ma con flussi di cassa temporaneamente negativi. Si vuole quindi studiare il ruolo degli intermediari e del mercato nell'evitare *privately inefficient separations*.

Per valutare l'attitudine delle diverse fonti finanziarie a sostenere le imprese in periodi di temporanea difficoltà operiamo una suddivisione di dette fonti a seconda che appartengano ai cosiddetti sistemi finanziari *market based* o *relationship based*. In quest'ultima categoria rientrano gli intermediari finanziari impegnati in relazioni strette con la propria clientela che valutano la performance dell'impresa stessa attraverso interazioni ripetute nel tempo¹⁸ come, per esempio, gli intermediari bancari e i venture capitalist.

Mentre il mercato soffre di *shorttermism*, e quindi di avere come obiettivo il perseguimento del massimo profitto di breve periodo, chi intrattiene un rapporto stretto con l'impresa è più propenso ad incoraggiare gli investimenti di lungo periodo. Il *relationship lending* permette al prestatore di concedere prestiti pur non profittevoli in una prospettiva di breve ma che lo diverranno se il rapporto con il prenditore durerà per un periodo sufficientemente lungo. Ciò avviene grazie alla capacità delle banche di operare un livellamento intertemporale dei termini contrattuali: nei primi stadi del finanziamento l'intermediario può subire perdite a fronte dell'acquisizione di quelle informazioni sul prenditore che, in seguito, saranno tali da ripagare l'intermediario con un surplus che più che compensa le eventuali perdite iniziali.

Quest'ottica di lungo periodo assume particolare rilevanza in periodi di *financial distress*; secondo Lee (2001), le operazioni di salvataggio possono evitare liquidazioni miopi che danneggerebbero l'impresa e i suoi lavoratori¹⁹.

Come si è già visto, il venture capital condivide con l'intermediario bancario l'efficienza nel *monitoring* e l'attenuazione dei principali problemi informativi. I due, invece, differiscono per ciò che concerne il meccanismo di exit; nel caso del venture capital la relazione ha termine quando il venture capitalist è rientrato in possesso dell'investimento iniziale più eventuali guadagni derivanti dal collocamento della propria partecipazione sul mercato azionario. Quest'ultimo costituisce per il venture capitalist il più importante meccanismo di exit ed il legame con il mercato lo aiuta sicuramente nel realizzare profitti ma costituisce pure una fonte di volatilità per il sistema che può portare ad amplificare fenomeni di instabilità insiti nell'economia.

Queste considerazioni portano Lee (2001) ad affermare che “*active venture capital is a relationship based system based on the well developed market system, or the stock market*”.

La complementarietà tra venture capital e mercato azionario ha sicuramente un riflesso positivo sui crediti di finanziamento ai nuovi progetti, più incerto è l'effetto per ciò che concerne i crediti di funzionamento: accade a volte che il venture capitalist porta l'impresa finanziata ad una quotazione prematura col fine di realizzare guadagni di breve (pratica nota col termine “*grandstanding*”) a scapito quindi di un'ottica di lungo periodo.

Gli investitori, in periodi di boom di borsa, guardano soprattutto alle prospettive di crescita dell'impresa finanziata trascurando le analisi sul *cash flow* e sulla profittabilità futura che invece sono solitamente intraprese dall'intermediario bancario e che permettono di discernere periodi di difficoltà transitoria da quelli permanenti²⁰.

A tutto ciò si aggiunga che il rischio sistemico in un mercato caratterizzato da settori innovativi sembra essere molto elevato: l'incertezza insita nel settore rende difficile agli investitori distinguere tra società rischiose e con buone prospettive future. E' possibile che il fallimento di una sola società faccia variare la percezione della rischiosità di tutte le società appartenenti al settore e comporti una

¹⁸ Si veda Boot (2000)

¹⁹ Si noti che la presenza di una stretta relazione tra intermediario e impresa potrebbe anche portare al problema opposto conosciuto in letteratura come problema del *soft budget constraint*: l'intermediario, soprattutto quello bancario, potrebbe stabilire una relazione così forte da salvare imprese inefficienti che invece dovrebbero essere liquidate.

²⁰ Giudici e Paleari (2001)

riduzione generalizzata nei flussi di finanziamento. In tal modo una crisi di illiquidità potrebbe presto tramutarsi in una crisi di insolvenza.

Le possibilità di intervento dell'intermediario bancario nel finanziamento all'innovazione sembrano quindi tutt'altro che marginali soprattutto in periodi di *financial distress* quando la concessione di credito di funzionamento diventa cruciale per l'impresa in difficoltà.

Bibliografia

- Allen, F. (1993) "Stock markets and resource allocation" in "Capital markets and financial intermediation" di Mayer, C. e Vives, X., *Cambridge University Press*, 81-108
- Allen, F. e Gale, D. (1999) "Diversity of opinion and financing of new technologies", *Journal of financial intermediation* 8, 68-89.
- Bagehot, W. (1873), *Lombard Street*, Homewood, Illinois: Irwin
- Berger, Kashyap e Scalise (1995), "The transformation of the US banking industry: what a long, strange trip it's been".
- Berger, A.N. e Udell, G.F. (1998), "The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle", *Journal of Banking and Finance*, vol.22
- Black, B.S. e Gilson R.J. (1998), "Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets", *Journal of Financial Economics*, 47, 243-77
- Boot, A. W. (2000), "Relationship banking: what do we know?", *Journal of Financial Intermediation*, 9 (1), 2000, 7-25.
- Boot, A.W. e Thakor, A.V. (2000), "Can relationship banking survive competition?", *The Journal of Finance*, vol. LV, n.2, 679-713.
- Bottazzi, L. e M. Da Rin (2000), "Euro.NM and Financing of European Innovative Firms", *working paper IGIER*
- Committee on the Global Financial System (2002), "IT Innovations and financing patterns: implications for the financial system", *Bank for International Settlements*
- Corwin, S.A. e Harris, J.H. (2001), "The initial listing decisions of firms that go public", *Financial management*, 30(1), 35-55
- Duvivier A.(2001), "Financing and Risks of Internet Start-ups: A Preliminary Assessment". *Banque de France*
- European Commition (2001), "Funding of new technology-based firms by commercial banks in Europe", www.cordis.lu/innovation-policy/studies/2001/finance02.htm
- Giudici, G. e S. Paleari (2001), "New stock markets: risky assets for the european economy", *working paper Goethe University, Germany*.
- Gompers e Lerner (1999), "The venture capital cycle", *Cambridge, MA: MIT Press*
- Hicks, J. (1969), "A Theory of Economic History", Oxford: Clarendon Press
- Kortum e Lerner (2000), "Assessing the contribution of venture capital to innovation" *RAND Journal of Economics* vol.31, p.674-692.

Lee Kangkook (2001), "A tale of two relationship-based financial systems: main bank vs venture capital system", *working paper*

Masako Ueda (2002), "Banks versus Venture Capital", *CEPR Discussions Paper*, 3411.

Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, Sapienza, H. e A. Berman (2000), "Venture capital, investment appraisal and accounting information: A comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland", *European Financial Management*, vol.6, n.3, p.389-403

Michelacci, C. e Suarez, J. (2001), "Business creation and the stock market", *working paper*

Pagano, Panetta e Zingales (1998), "Why do companies go public? An empirical analysis" *Journal of Finance*, 53, 27-64

Pagano, Roell, Zechner (2000), "The Geography of equity listing: why do companies list abroad?", *CSEF working paper no. 28*

Petrella Giovanni (2001), "Sistemi finanziari e finanziamento delle imprese innovative: profili teorici ed evidenze empiriche dall'Europa", *working paper n°4, ref*

Petersen e Rajan (1994), "The benefits of lending relationships: evidence from small business data", *Journal of Finance*, 49,p.3-37.

Rajan (1992) "Insiders and Outsiders: The choice between informed and arm's length debt", the *Journal of Finance*, Settembre.

Subrahmanyam, A. e Titman, S. (1999), "The Going public decision and the development of financial markets", *The Journal of Finance*, 54, n.3, p.1045-82