

Creazione e sviluppo delle imprese innovative: prospettive per l'accesso alla finanza



Elisabetta Gualandri

Facoltà di Economia Marco Biagi

Università degli studi di Modena e Reggio Emilia

*Ricercando l'innovazione. Gli investitori e le nuove imprese
Bologna, Area della Ricerca del CNR
16-17 novembre 2006*

Agenda

- Finanza e sviluppo
- Creazione/sviluppo delle imprese e accesso alla finanza: gli aspetti critici
- Le iniziative UE
- Best practices: il caso UK
- Indicazioni di policy per il caso italiano

Circolo virtuoso Finanza-Sviluppo

- Lo sviluppo del settore finanziario ha un effetto positivo sulla crescita economica. Diverse strutture finanziarie nei vari paesi
 - Il private equity può accelerare e favorire la creazione di valore della singola impresa partecipata con ricadute positive sull'intera economia del paese
- Le PMI innovative sono un importante driver per lo sviluppo economico, ma presentano serie difficoltà nel reperire fondi

Private equity e crescita - Indagini empiriche

■ USA 2000-2003 (NVCA, 2004)

- le imprese oggetto di investimento da parte di venture capitalist hanno creato 600.000 nuovi posti di lavoro, tasso di crescita medio annuo del 6,5%, contro - 2,3% dell'occupazione del settore privato. Fatturato \$ 1.800 miliardi, pari al 9,6% del fatturato totale delle imprese USA

■ Europa 2000-2004 (stime EVCA, 2005)

- Le società partecipate da un operatore di venture capital avrebbero creato 630.000 posti di lavoro (+30,5% medio annuo, 62% nel caso di spinn.-off universitari)

■ Italia (Gervasoni e altri, 2006)

- Stima di 46.000 nuovi posti di lavoro creati da società finanziate da venture capital, pari al 7,3% del dato europeo
 - 13 nuovi posti di lavoro dopo 4 anni per ogni milione di € investito in start-up
 - 12 nuovi posti nel caso di finanziamento allo sviluppo nel periodo di permanenza dell'operatore

Creazione e sviluppo delle imprese: gli aspetti critici

- Per la nascita di iniziative imprenditoriali innovative
 - ✓ Alto rischio finanziario: forte dipendenza da finanziamenti esterni. Nei settori ad alta tecnologia, esigenza di investimenti rilevanti prima di produrre reddito
 - ✓ Elevato rischio operativo nel passaggio dall'ideazione e progettazione alla prototipizzazione sperimentale ed industriale, quindi alla produzione e commercializzazione
 - ✓ Apporto in termini di capacità imprenditoriale, di competenze aziendali e manageriali
- Rischi operativi della crescita
 - ✓ Entrata in nuovi mercati/Nuovi processi produttivi e/o nuovi prodotti
 - ✓ Maggiore articolazione delle funzioni aziendali e adeguamenti organizzativi
- Rischi finanziari della crescita
 - ✓ Espansione del fabbisogno finanziario
 - ✓ Diverso mix autofinanziamento/debito/capitale di rischio

L'accesso alla finanza per le PMI innovative

- E' ostacolato da:
 - Asimmetrie informative tra domanda e offerta di capitale. Mancanza di track record e difficoltà nel reperire credito bancario
 - Limitato sviluppo e scarsa liquidità dei mercati dei capitali nell'UE rispetto agli USA per le fasi di avviamento, crescita e per i settori dell'alta tecnologia. Negli Usa si ha anche un forte ruolo dei fondi pensione
 - Complessità delle procedure amministrative per la richiesta di un prestito o di una garanzia
 - Sistemi fiscali che
 - penalizzano gli investimenti nel capitale di rischio rispetto ad investimenti obbligazionari o in depositi bancari
 - favoriscono per l'impresa il ricorso all'indebitamento, rispetto ad una maggiore capitalizzazione

Finanza e ciclo di vita delle imprese

Diverse fasi di crescita dell'impresa...

- Seed
- Start-up
- Early growth
- Sustained growth



...richiedono strumenti finanziari, tra loro combinati, in relazione alla tipologia di fabbisogno finanziario:

- Credito bancario
- Capitale di rischio e quotazione
- Garanzie
- Interventi agevolati di natura pubblica (agevolazioni creditizie, fondi di garanzia, sgravi fiscali)

Accesso alla finanza per le PMI: iniziative UE

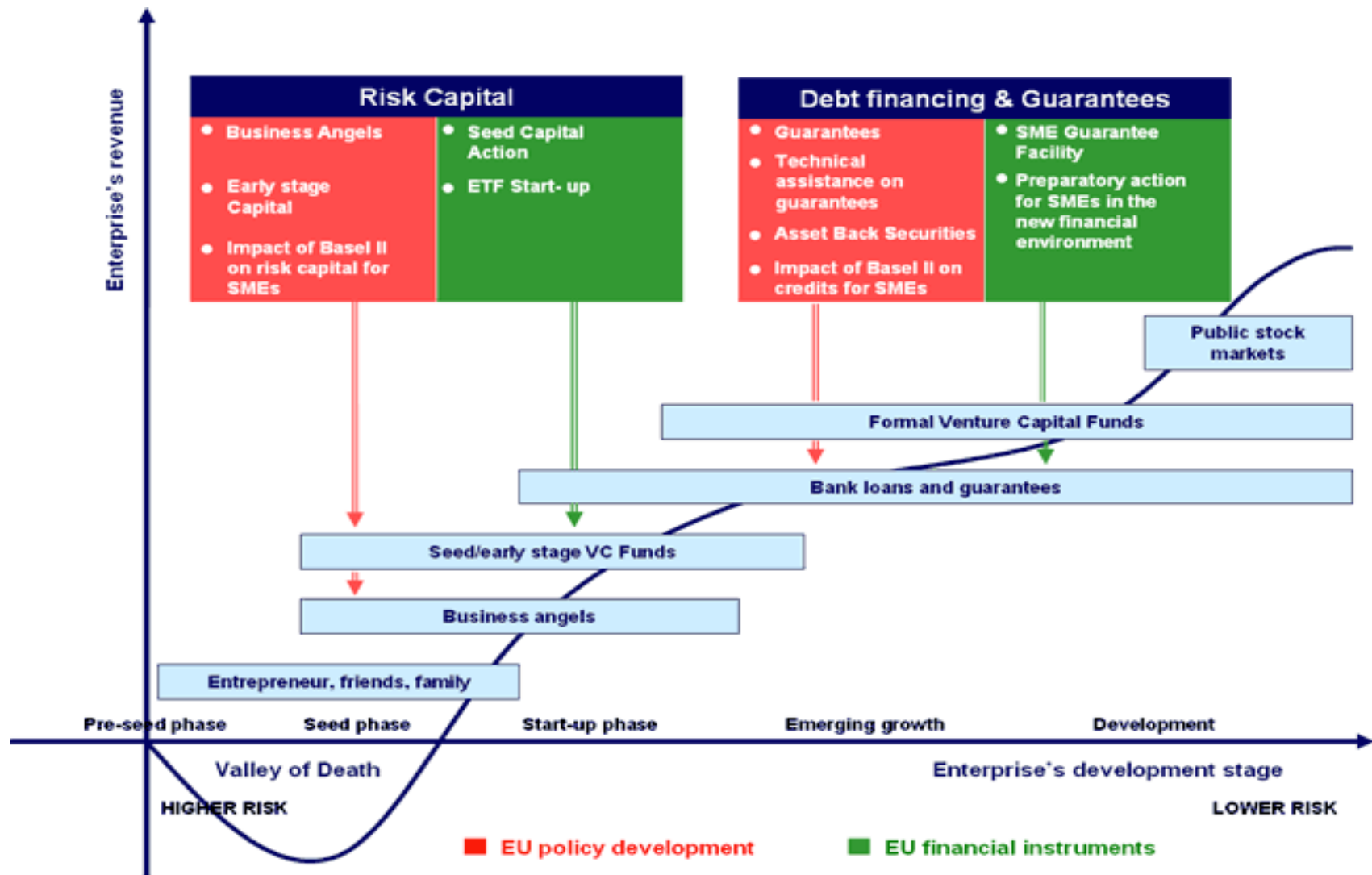


Fig 2: The financial environment : EU policy development and financial instruments

<http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/activities.htm>

Le iniziative UE

- Agenda di Lisbona del 2000: obiettivo per il 2010“ *...di diventare l'economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo, in grado di realizzare una crescita economica sostenibile con nuovi e migliori posti di lavoro e una maggiore coesione sociale*”
- Azioni
 - Piano d’Azione dei Servizi Finanziari – PASF (1999) e Agenda 2005-2010. Obiettivi:
 - Mercati nazionali meno frammentati e più liquidi
 - Realizzazione di un contesto normativo idoneo alla nascita e sviluppo delle imprese i
 - Piano d’Azione sul Capitale di Rischio – PACR (1998)
 - Politica di aiuti per il capitale di rischio
 - Partnership pubblico-privato
 - Da interventi a fondo perduto/sussidi alle PMI ad iniziative con fondi pubblici riutilizzabili/rotativi: capitale di rischio e fondi di garanzia

Le iniziative UE

- MAP: Multiannual Programm for Enterprises and Entrepreneurship, in particolare per le PMI (2001-2005).
- CIP: Competitiveness and Innovation Framework Programme (2007-2013): focus sul binomio innovazione e imprenditorialità (start-up e crescita delle PMI, ICT, Intelligent Energy)
 - € 3.6 miliardi, interessate 350.000 PMI
- JEREMIE: Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises (2007-2013)
 - Passaggio di parte dei fondi strutturali da incentivi a prodotti finanziari volti sostenere le micro e le PMI con effetto leva sul budget
 - Consulenza e assistenza tecnica
 - Equity e venture capital: rimborso e roll over
 - Garanzie: effetto leva 1:40/50

Le iniziative UE - Prestiti bancari

- Iniziative della Commissione Europea per
 - Elaborare un codice di condotta europea per i contatti tra banche e PMI
 - Migliorare la reciproca comprensione
 - Come ridurre la complessità delle procedure amministrative per richiedere prestiti e garanzie
 - Sviluppo di un contesto normativo e fiscale favorevole a chi eroga microprestiti, con creazione di sistemi di garanzia e di servizi per queste imprese. Problema della financial exclusion
 - Importo massimo: €25.000
 - Destinatari: nuovi imprenditori disoccupati, di genere femminile o appartenenti a minoranze etniche

FEI – Fondo europeo d'investimento

- Fornisce garanzie a sistemi di garanzia a intermediari finanziari che erogano prestiti alle PMI. Prodotti sofisticati quali CDS (credit default swaps) e garanzie finanziarie su ASB (asset-backed securities). Effetto moltiplicatore delle limitate risorse pubbliche
 - Garanzie su microprestiti
 - Garanzie per prestiti alle PMI
 - Garanzie sul capitale
 - Garanzie per prestiti volti a finanziare attrezzature informatiche, software e formazione
- Opera sul capitale di rischio
 - Obiettivo: Imprese in rapida crescita nella fase di avviamento o di sviluppo

FEI - Interventi per il capitale di rischio

- Obiettivo: rafforzare la presenza dell'azionariato nelle PMI e nelle imprese innovative in varie fasi dello sviluppo
 - Struttura finanziaria più equilibrata e possibilità di ottenere un rating migliore
- Interventi volti a facilitare la creazione e lo sviluppo, anche con partnership pubblico-private di operatori specializzati
 - Partecipazione diretta al capitale di fondi di Venture Capitale ed incubatori che sostengono le PMI, specie dal comparto tecnologico (fondi regionali o paneuropei per l'avviamento e l'alta tecnologia)
 - Venture Capital: interventi per aumentarne le dimensioni e renderli più professionali
 - Business angels: interventi per incoraggiarli

Equity financing nell'UK

- **Difficoltà del settore privato nel finanziare PMI soprattutto tecnologiche**
 - Pochi fondi di Venture Capital specializzati nel finanziamento per importi limitati dell'early stage e delle imprese HT
 - Più rischi e redditività degli investimenti inferiore a quelle delle altre tipologie di operazioni di private equity
- **Azioni:**
 - intervento del settore pubblico a supporto del settore privato per colmare l'equity gap
 - creazione di fondi di VC settoriali/regionali
 - Co-investimenti con business angels

UK: Settore pubblico e Venture Capital Funds

Fonte: Bank of England, Finance for Small Firms April 2004, Department for Culture, CBI

- **Early Growth Funds (7 operativi):**
 - importi limitati di capitale di rischio
 - Investimenti sino a £ 100.000 ciascuno in business innovativi e ad elevata crescita
 - a fine 2005, 107 interventi
- **UK High Technology Fund**
 - Fondo di fondi: investe in fondi di VC specializzati nell'intervento in early stage di imprese HT
 - 216 interventi in piccole imprese al giugno 2005
 - Fondi pubblici pari a £ 20 milioni.
 - Fondi privati £106 milioni (Corporate investors e BEI)

UK: Settore pubblico e Venture Capital Funds

Fonte: Bank of England, Finance for Small Firms April 2004, Department for Culture, CBI

- 9 Regional Venture Capital Funds (RVCFs)
 - investimenti sino a £ 250.000.
 - a fine 2003 avevano effettuato 218 investimenti per £ 250 milioni, di cui £ 74,4 milioni con fondi pubblici
 - 2004-2005 fondi pubblici per £ 20 milioni a sostegno di 61 iniziative
 - difficile valutarne la performance perché operativi da poco tempo. Occorre attendere l'uscita dall'investimento: elementi di preoccupazione
 - richiesta alla Commissione Europea di elevare il limite degli investimenti a £ 330.000
- Enterprise Challenge/Capital Funds (ECFs)
 - Obiettivo: colmare l'equity gap tra £ 500.000 e £ 3 milioni
 - Nascono sul modello delle US Small Business Investment Companies
 - Equity financing sino a £ 2 milioni, in PMI high growth, con capitali pubblici e privati
 - 6 ECFs operativi a luglio 2006

UK: Settore pubblico e Business Angels

fonte: Bank of England, Finance for Small Firms April 2004, Department for Culture, CBI

■ Business Angels

- Stima che solo il 10% del totale degli investitori informali siano assimilabili a tradizionali business angels, che operano sulla base di valutazioni economico-finanziarie razionali
- Co-investment: Fondi di emanazione pubblica, bancaria e istituzionale intervengono a fianco di BA e di altri piccoli investitori per finanziarie l'early stage
 - i BA, grazie alla loro esperienza identificano i *deal* e ne fanno la valutazione
 - i Fondi diversificano il rischio e sostengono costi modesti
 - minori problemi relativi agli aiuti di stato (UE), in quanto l'intervento pubblico avviene insieme a quello privato, seguendo logiche di mercato
 - I BA possono intervenire in deal di dimensioni maggiori, ma vi è il rischio che si crei un gap sui deal minori.

Il caso italiano – Aspetti critici

- Gli aspetti critici riguardano due fasi del ciclo di vita delle imprese
 1. Venture capital e private equity
 - Fasi di seed e start up, soprattutto per le imprese del comparto tecnologico: ruolo limitato degli operatori di Venture Capital (AIFI 2006)
 - ✓ Rischiosità degli interventi
 - ✓ Asimmetrie informative: mancanza di track record e difficoltà valutative
 2. Crescita delle imprese e sviluppo dei mercati
 - Imprese e quotazione
 - Investitori istituzionali: ruolo dei fondi pensione

Il caso italiano – Indicazioni di policy

- Obiettivo: favorire la nascita e la crescita di PMI innovative, importante driver per lo sviluppo economico
- Azioni/strumenti
 - Mercati dei capitali dedicati e più liquidi per facilitare l'uscita degli investitori in capitale di rischio
 - Semplificazione e accessibilità dei meccanismi di sostegno
 - Iniziative che coinvolgano settore pubblico e settore privato
 - Metodologie di valutazione del rischio accessibili, trasparenti ed adeguate alle esigenze delle PMI
 - Sviluppo di sistemi di rating per le PMI e rating tecnologico
 - Cultura del rating per le imprese e trasparenza dati aziendali
 - Interventi fiscali per
 - Incentivare gli investitori in capitale di rischio
 - Favorire una maggiore capitalizzazione

Informazione e rating

- Aspetti critici per le nuove imprese
 - Mancanza di dati storici
 - Difficoltà di valutazione delle iniziative innovative
 - Disponibilità di garanzie idonee
- Da parte delle imprese occorre:
 - Trasparenza informativa, predisposizione e presentazione di obiettivi, piani strategici e prospettive di sviluppo
 - Sviluppo di strumenti e capacità per gestire i rapporti con le banche
- Da parte delle banche
 - Messa a punto di metodologie di rating idonee a imprese nuove ed innovative
 - Attenzione alle soglie di esclusione e al livello dei tassi applicati
 - Assetti organizzativi per i servizi alle PMI, ruolo delle banche locali e delle grandi banche

Strumenti di garanzia

- Il ruolo delle garanzie va incentivato, poiché i prestiti bancari continuano ad essere la principale fonte di finanziamento esterno per la gran parte delle PMI
- Consentono di suddividere il rischio rappresentato dal debitore tra la banca che concede il prestito e il garante
 - Basilea 2 e mitigazione del rischio
 - Ruolo dei Consorzi Fidi
- Ruolo del Fondo europeo d'investimento – FEI
 - Interventi diretti
 - Interventi per conto della Commissione Europea (Agenda Lisbona) e della BEI

Mercati dei capitali

- Obiettivo: sviluppo ed efficienza dei mercati, azionari per favorire
 - La quotazione
 - L'investimento della ricchezza finanziaria
 - L'uscita dal capitale di rischio degli investitori istituzionali
- Azioni
 - Governance dei mercati
 - Asset management e banche: problema dei conflitti di interesse
 - Sviluppo dei fondi pensione

L'azione pubblica

- Gravi market failures e divari territoriali giustificano l'azione pubblica.
- Obiettivo: efficiente impiego di risorse scarse con effetto leva
- Da interventi a fondo perduto/sussidi alle PMI ad iniziative con fondi pubblici riutilizzabili/rotativi (vedi interventi UE).
 - capitale di rischio per colmare l'equity gap: interventi sempre più guidati da logica di mercato
 - fondi di garanzia

Partnership pubblico-privato

- Cooperazione tra settore pubblico e settore privato per creare un effetto leva e condividere i rischi
 - Joint ventures tra intermediari finanziari nazionali e locali/capitali pubblici
 - Creazione di intermediari specializzati (VC, fondi chiusi)
 - Strumenti di garanzia e controgaranzia a favore degli intermediari (vedi CONFIDI) per:
 - Cartolarizzazione dei prestiti alle PMI
 - Microcredito
 - Accesso al capitale netto e al quasi capitale netto
 - Accesso delle PMI con potenziale di crescita ai prestiti o loro sostituti (leasing)
- Agenzie di sviluppo delle PMI
- Gestione di programmi nazionali e comunitari
- Riduzione della frammentazione degli interventi; coordinamento e monitoraggio delle misure

GRAZIE PER L'ATTENZIONE

Prof. Elisabetta Gualandri
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Dipartimento di Economia Aziendale
Facoltà di Economia Marco Biagi
Centro Studi di Banca e Finanza (CEFIN)
www.cefim.unimore.it
Università Modena e Reggio Emilia

Via J. Berengario, 51
41100 Modena
Italy

gualandri.elisabetta@unimore.it
tel +39-059-2056813
fax +39-059-2056927