
**Bridging the equity gap: intervento pubblico,
partnership pubblico-privato, best practices a
livello internazionale**

Elisabetta Gualandri

CEFIN-Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

Paola Schwizer – Università di Parma

Obiettivi del contributo

Inquadrare il tema dell'equity gap per le PMI innovative

- *modalità di misurazione*
- *evidenze a livello internazionale*

Definire le linee guida dell'intervento pubblico per ridurre/colmare l'equity gap

- *Obiettivi*
- *Piano d'azione*
- *Schemi di intervento*

Analizzare alcune best practices internazionali di interventi pubblici per l'equity gap

Definizione dell'equity gap

Equity gap - Mcmillan gap (1931-UK):

scarsità di investimenti a titolo di capitale di rischio nelle fasi iniziali di vita delle imprese

L'evidenza internazionale circoscrive l'equity gap alle PMI innovative/tecnologiche nelle fasi di start-up, early growth e sustained growth

Innovative Small Medium Enterprises ISME (OECD 2004)

Sotto-insieme di piccole e medie imprese, in larga misura high-tech, che cercano di sfruttare l'innovazione per crescere e per ottenere vantaggi competitivi.

A differenza delle PMI tradizionali, quelle innovative tendono ad utilizzare nuove tecnologie e metodi innovativi per la produzione di beni e la fornitura di servizi. Maggiore difficoltà rispetto alle imprese tradizionali a raggiungere velocemente una situazione di cash flow positivo

Equity gap: misurazione

Modalità di misurazione: significatività e limiti

■ Analisi dal lato dell'offerta di equity:

- Andamento degli interventi di venture capital per importo e per stadi di vita dell'impresa nel tempo e in diversi paesi. Difficoltà nel reperire dati sui business angels.
- Approccio qualitativo con panel/interviste => distorsioni e evidenze aneddotiche

■ Analisi dal lato della domanda di equity:

- Poco sviluppate ed essenzialmente qualitative: distorsioni date dalla composizione dei panel.
- Scarsa disponibilità di dati per sviluppare analisi quantitative: come migliorare?

Equity gap: principali evidenze

1- A livello internazionale

- ✓ indagine OECD 2004
 - scarsamente significativa, ma emerge un equity gap per imprese innovative nelle fasi iniziali di vita anche in paesi dove le PMI non soffrono di financing gap
- ✓ Indagine R. Harding 2002: differenza anche marcate tra contesti
- ✓ Evidenze non conclusive di una dimensione regionale dell'equity gap: confronto UK - Germania (Mason et al.2005)
- ✓ EC 2005: da meno di € 100.000 ad oltre 1 milione, con differenze nazionali rilevanti (Germania intorno a € 5 milioni; UK tra € 400.000 e 3 milioni)

2- A livello nazionale

- ✓ UK: diverse analisi con approccio supply side qualitativo. La più recente (Harding, Cowling 2006, approccio quantitativo e qualitativo): estremo inferiore tra £ 150,000 e £ 250.000; estremo superiore tra £ 1.5 e £ 2 milioni.
- ✓ Svezia: tra € 100.000 - 500.000 (interviste lato dell'offerta)
- ✓ Finlandia: tra € 200.000 - 1 milione (interviste lato dell'offerta ed analisi andamento del comparto)

L'intervento pubblico

Motivazioni:

esistenza di market failures. Commissione Europea → grave distorsione nell'allocazione delle risorse, per due principali motivi: informazione imperfetta e asimmetrica e costi di scambio, per cui i costi di valutazione sono troppo elevati rispetto all'entità di investimento richiesta

contributo alla crescita economica delle PMI innovative e tecnologiche → UE 1998: Piano d'azione sul capitale di rischio; 2000: Programma di Lisbona

Obiettivo: *bridging l'equity gap promuovendo le condizioni di contesto per lo sviluppo della domanda e dell'offerta privata di fondi: formali/venture capital e informali/business angels.*

Piano d'azione → occorre stabilire:

imprese target: quando e dove intervenire

obiettivi "operativi" e regole del gioco tra operatore pubblico e operatori privati

tipologie di strumenti da attivare, dal lato della domanda e dell'offerta

orizzonte temporale degli schemi di intervento

Modalità di intervento pubblico per lo sviluppo di un mercato del venture capital: diretti/indiretti; demand/supply side

	Misure dal lato della domanda	Misure dal lato dell'offerta
Interventi diretti	<ul style="list-style-type: none"> • Incubator pubblici 	<ul style="list-style-type: none"> • Fondi/fondi di fondi di Venture Capital pubblici o in partnership con privati (obiettivo di risk sharing)
Interventi indiretti	<ul style="list-style-type: none"> • Misure per promuovere imprese ed imprenditorialità • Miglioramento delle competenze tecniche e manageriali • Promozione di incubator e parchi scientifici e tecnologici 	<ul style="list-style-type: none"> • Schemi "downside protection" (assunzione dei costi di fallimento da parte del pubblico) • Schemi "upside leverage scheme" (effetto leva dei profitti per l'investitore privato) • Schemi di sovvenzioni per coprire costi operativi • Schemi per agevolare l'uscita dagli investimenti • Incentivi fiscali • Sviluppo di network di business angels

Nostro adattamento da European Investment Bank 2001

Workshop – "PMI innovative e capitale di rischio"
Modena - 2 Aprile 2007



- 7 -

Provvedimenti pubblici per il capitale di rischio e Aiuti di Stato

Posizione della Commissione Europea:

favorire la partnership pubblico privata, con condivisione del rischio ovvero con incentivi a favore dei privati per ridurre il rischio.

abbandono di ogni logica assistenziale e adozione dei criteri di un'economia di mercato. Nel caso di interventi diretti: è richiesta la partecipazione significativa di capitali privati (orientativamente tra il 30% e il 50%) e l'utilizzo di gestori professionali.

Requisiti per l'autorizzazione di interventi a favore del capitale di rischio

evidenze di situazioni di fallimento di mercato, a priori individuate in soglie di ammontare che variano in relazione alla tipologia di area interessata, inferiori a seconda dei casi a 500.000 ovvero 750.000, ovvero un milione di euro.

provvedimenti che incoraggino gli investimenti privati

le decisioni d'investimento devono essere prese sulla base di criteri commerciali (massimizzazione del profitto).

Workshop – "PMI innovative e capitale di rischio"
Modena - 2 Aprile 2007



- 8 -

Provvedimenti pubblici per il capitale di rischio e Aiuti di Stato

Forme di incentivo valutate positivamente dalla Commissione Europea:

- a) Costituzione di fondi di investimento (fondi di capitale di rischio) nei quali lo Stato sia socio, investitore o aderente, anche a condizioni meno vantaggiose rispetto agli altri investitori.
- b) Sovvenzioni in favore di fondi di capitale di rischio a copertura di parte delle loro spese amministrative e dei loro costi di gestione.
- c) Altri strumenti finanziari in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di capitale di rischio per incentivarli a mettere a disposizione ulteriori capitali per gli investimenti.
- d) Garanzie prestate in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di capitale di rischio a copertura di una parte delle perdite legate agli investimenti, ovvero garanzie prestate in relazione ai prestiti in favore di investitori/fondi per investimenti in capitale di rischio.
- e) Incentivi fiscali in favore degli investitori affinché effettuino investimenti in capitale di rischio.

Modalità dell'intervento pubblico

Best practices: focus sugli interventi diretti dal lato dell'offerta in partnership con privati, .

Obiettivo → *risk sharing per la creazione di un mercato privato del venture capital*

Definizione degli obiettivi e delle imprese target e della fase del ciclo di vita basata su evidenze dell'equity gap

Effetto leva dei fondi pubblici rispetto agli investitori privati

Orizzonte temporale limitato e subentro di operatori privati: presenza di opzioni call

Investimenti selezionati e gestiti secondo regole di mercato e affidati a team di manager privati

Incentivi: schemi di downside protection e/o di upside leverage

Autofinanziamento dell'intervento pubblico: profit sharing

Contestuale presenza di misure dal lato della domanda

Best practices internazionali: USA – SBICs program

Obiettivo: intervento federale per ridurre l'equity gap

Target: piccole imprese, fasi di start up e early stage

Modalità: prestiti, mezzanino, capitale di rischio

Schema: profit sharing e up side leverage. Le Small Business Investment Companies - SBICs, di emanazione privata, si finanziano presso la Small Business Administration federale SBA, con prestiti e collocamento di "participating securities" (obbligazione con un interesse minimo garantito e partecipazione alla ripartizione degli utili). Le SBICs possono rinviare il pagamento di capitale e interessi, sino a quando la gestione non genera sufficiente cash flow per il servizio del debito. Se l'investimento produce profitti, SBIC ripaga l'indebitamento e gli interessi, poi rimborsa gli investitori privati in equity, quindi gli eventuali profitti sono ripartiti tra investitori privati e SBA (autofinanziamento dei programmi). La posizione dei privati nel caso di perdite è residuale al rimborso alla SBA, ma il meccanismo di leverage (max 4 a 1) dei fondi pubblici consente ritorni potenzialmente più alti dei capitali privati.

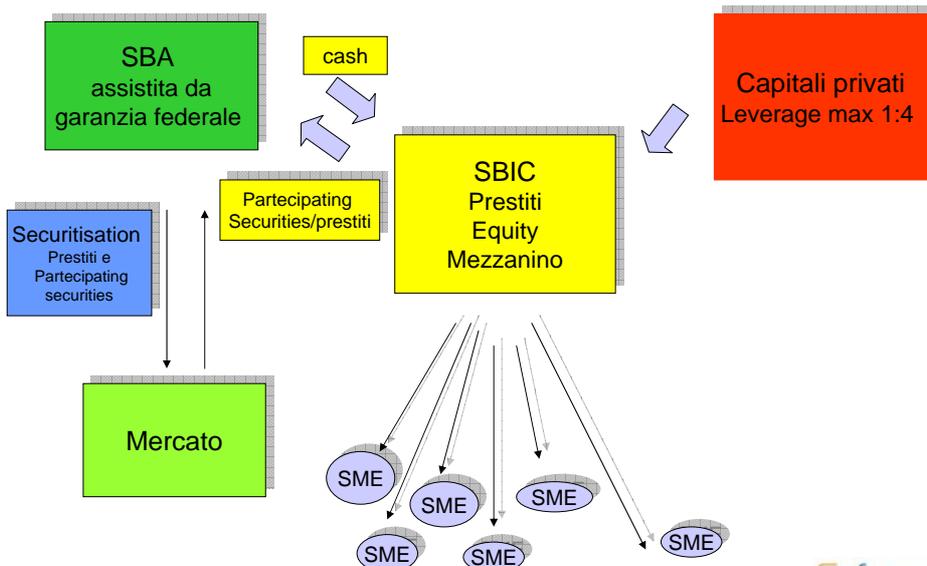
SBA cartolarizza i prestiti alle SBIC e le participating securities, tutti assistiti da garanzia federale

Workshop – "PMI innovative e capitale di rischio"
Modena - 2 Aprile 2007

Cefin CENTRO STUDI
FINANZA E FINANZA

- 11 -

Best practices internazionali: USA – SBICs Program



Workshop – "PMI innovative e capitale di rischio"
Modena - 2 Aprile 2007

Cefin CENTRO STUDI
FINANZA E FINANZA

- 12 -

Best practices internazionali: Israele - Yozma

Obiettivo: favorire la crescita dell'industria privata del venture capital con il supply side learning, attraendo primari investitori stranieri

Target: start up HT

Modalità: fondo di fondi di VC (80%) e investimenti diretti in SMEs. Investimenti pubblici di \$ 100 milioni hanno attratto \$ 150 di fondi privati. Intervento obbligatorio di primari investitori esteri.

Schema: Profit sharing con pari trattamento pubblico-privato. No downside protection.

Upside leverage scheme con opzione call agli investitori privati con esercizio entro a 5 anni, ad un valore equivalente al capitale rivalutato ad un rendimento pari a circa il 7%. Il rendimento per l'investitore pubblico è funzione del prezzo di esercizio.

Best practices internazionali: UK - Enterprise Capital Funds (ECF)

Obiettivo: fallimenti di mercato analizzati e documentati, equity gap tra £ 250.000 e 2 milioni (richiesta alla CE di innalzare il tetto, compatibilmente con la normativa sugli aiuti di Stato, a £ 3 milioni)

Target: SMEs high growth;

Modalità: finanziamenti diretti, rapporto leva di massimo 2:1 degli apporti privati, costo pari al rendimento dei titoli di stato a 10 anni; rimborso di capitale e interessi prioritario rispetto al rimborso del capitale di rischio.

Schema: Profit sharing su una quota degli utili è riservata alla parte pubblica: consente l'autofinanziamento nel lungo periodo degli interventi. Upside incentives per i privati, ma no downside protection, in caso di perdite. .

Gestione: affidata a privati. Round annuali, con gare pubbliche per coinvolgere i migliori team privati di gestori. Ogni round prevede l'indicazione dell'ammontare delle commissioni di gestione e le condizioni di profit sharing per la parte pubblica

Best practices internazionali: Germania – ERP/EIF Dachfonds

Obiettivo: riduzione dell'equity gap su tutto il comparto delle PMI con fatturato inferiore a 5 milioni di euro (Mittelstand) e sviluppo del mercato del venture capital per stimolo all'innovazione nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, nelle scienze biologiche, nelle tecnologie energetiche, comprese le fonti rinnovabili

Target: giovani imprese high-tech in seed ed early stage, con meno di 50 dipendenti, un volume d'affari annuo (o totale attivo) inferiore a 10 milioni di euro; meno di 5 anni di vita (o meno di 6 mesi per schemi particolari).

Modalità: strumenti indiretti gestiti dalla banca KfW, progressivamente sostituiti da interventi diretti nella forma di fondi di fondi, con gestione affidata al FEI (BEI) → programma ERP/EIF Dachfonds

Schema: intervento paritetico pubblico/privato, gestione fondo affidata interamente al FEI; gestione dei fondi "figli" affidata a venture capitalists privati; durata periodo di investimento 5 anni; durata massima periodo di disinvestimento 10 anni; compartecipazione paritetica agli utili e alle perdite

Best practices internazionali: Danimarca – *Vækstfonden* (Business Development Fund)

Obiettivi: stimolo alla nascita e alla crescita di imprese innovative, mediante la partecipazione di capitali privati; creazione di un framework regolamentare efficiente; incremento della diffusione dei risultati dei processi di innovazione e del peso del mercato danese del venture capital a livello internazionale

Target: imprese high-tech in fase di start-up o già costituite con meno di 250 dipendenti full time e un fatturato di ca. 40 milioni di euro (290 million di corone danesi), situate in prevalenza nel nord del Paese

Modalità: intervento pubblico tramite fondo di fondi di venture capital

Schema: diretto, tramite *seed financing* con partecipazione sino al 25% nel capitale di fondi di venture capital; indiretto, con downside incentives fino al 50% delle perdite della società di venture capital (forma di intervento in fase di graduale estinzione).

Best practices internazionali: Olanda – *TecnoPartner Seed Capital Scheme*

Obiettivi: promuovere la nascita e lo sviluppo di start-up technology-based ("technostarters"), mediante la creazione di un contesto tecnologico e di mercato più favorevole e ricettivo

Target: imprese early-stage, pre-seed, high tech

Modalità: insieme di misure tra cui fondi di fondi e altre forme di sostegno finanziario a fondi chiusi di venture capital che investano in high-risk ventures di technostarters; singoli fondi specializzati per settore. In particolare, creazione di fondi di venture capital per il tramite di Small Business Investment Companies (SBICs); contributo Pre-Seed per potenziali technostarters e supporto all'acquisizione dei brevetti; marchio TechnoPartner come garanzia a fronte di prestiti bancari; piattaforma di servizi per supporti informativi e di expertise agli imprenditori; TechnoPartner Academy per formazione a imprenditori

Schema: compartecipazione paritetica pubblico/privata a fondi chiusi di venture capital

Conclusioni

1- Misurazioni dell'equity gap: *strumento necessario ai policy makers per definire ambiti e modalità degli interventi pubblici*



Futuri sviluppi: migliorare gli approcci in particolare dal lato della domanda e con analisi di tipo quantitativo

2- Analisi delle best practices: *focus sugli interventi diretti supply side, con partnership pubblico-private*



Evidenze: approccio di mercato per sviluppare un'autonoma offerta privata di venture capital. Gli interventi "risk sharing" sono affiancati da azioni demand side

Conclusioni

3- Valutazione degli interventi pubblici. Obiettvi:

- ✓ *verifica dei risultati dei programmi nella logica di massimizzare l'utilità conseguibile dall'impiego di risorse scarse*
- ✓ *contributo alla diffusione di best practices in altri paesi, nel quadro di diversità delle strutture economico-finanziarie e dei contesti culturali ed imprenditoriali.*

Analisi costi e benefici

Costi: rischi insiti nell'intervento pubblico

- ✓ allocazione non ottimale dei fondi
- ✓ distorsioni concorrenziali
- ✓ crowding out ai danni degli operatori privati ed aumento anziché riduzione delle barriere al mercato del venture capital



Benefici: efficacia dei programmi pubblici in termini di

- ✓ nascita di nuove imprese
- ✓ creazione di occupazione
- ✓ creazione di ricchezza
- ✓ sviluppo del mercato privato del venture capital