
I problemi di accesso alla finanza delle Pmi innovative

Alessandro Giovanni Grasso e Valeria Venturelli

CEFIM

Facoltà di Economia "Marco Biagi"

Università degli Studi di Modena e Reggio Emilia

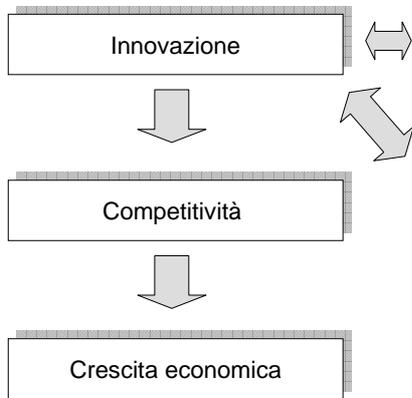
Workshop – "PMI innovative e capitale di rischio"
Modena - 2 Aprile 2007

Agenda

- Definire il tema dell'innovazione e presentare le peculiarità delle Pmi innovative
- Descrivere le problematiche relative all'accesso alle fonti di finanziamento esterne da parte delle Pmi innovative
- Delineare la gerarchia delle fonti di finanziamento per le Pmi innovative
- Introdurre il concetto di *equity gap* e presentare alcune esperienze rilevanti in termini di misurazione

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

L'innovazione come condizione imprescindibile



Ruolo delle Pmi - soprattutto di quelle nuove - che contano per una quota di innovazione di prodotto più che proporzionale rispetto all'attività formale di R&S

Obiettivo strategico del Consiglio Europeo di Lisbona (2000): *"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"*

Le caratteristiche delle Pmi innovative

- Le imprese innovative sono quelle che adottano nuovi metodi produttivi o che introducono nuovi processi, e si caratterizzano:
 - a) per un'elevata redditività attesa
 - b) per un elevato livello di rischio
- Il tasso di sviluppo del fatturato, l'intensità di capitale, la capacità di autofinanziamento sono legati alla fase del ciclo di vita e si riflettono sul fabbisogno finanziario e sul livello di rischio

<p>Seed</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ esiste solo l'idea ▪ elevato rischio dovuto all'incertezza dei risultati prospettici ▪ contenuto fabbisogno finanziario 	<p>Start - up</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ avvio dell'attività produttiva ▪ elevato rischio dovuto all'incertezza dei risultati prospettici ▪ crescita del fabbisogno finanziario
<p>Early growth</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ avvio dell'attività commerciale ▪ abbassamento del rischio operativo ▪ incremento del margine di autofinanziamento 	<p>Sustained growth</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ diminuzione del rischio operativo ▪ incremento sostenuto del margine di autofinanziamento

L'accesso alla finanza delle Pmi innovative

- Diversi studi evidenziano che nell'accesso alle fonti di finanziamento esterno le piccole e medie imprese incontrano ostacoli di natura contrattuale e finanziaria superiori rispetto alle imprese di maggiori dimensioni
- Per le Pmi innovative lo sviluppo si presenta ancora più difficile da sostenere finanziariamente a causa:
 - Del maggiore rischio operativo dovuto al peso rilevante dei fattori intangibili e ad una maggiore opacità informativa
 - Della presenza di ulteriori ostacoli all'accesso alle fonti di finanziamento
- Vi è diffusa consapevolezza del ruolo strategico dell'innovazione
 - La Commissione Europea si propone di rimuovere i vincoli che ostacolano la creazione di un ambiente favorevole all'avviamento e allo sviluppo di imprese innovative

Gli elementi che influenzano la scelta tra le fonti di finanziamento

- Il processo di finanziamento dell'attività viene indicato dalla letteratura finanziaria e dagli orientamenti di politica comunitaria come un fattore di elevata criticità
- Gli elementi che vengono citati come fattori di influenza nella scelta tra le fonti di finanziamento esterne dipendono prevalentemente dalla presenza di imperfezioni nei mercati dei capitali:
 - Asimmetrie informative
 - Costi di agenzia
 - Costi di transazione e di fallimento
 - Tassazione

La teoria delle asimmetrie informative (1/2)

- L'asimmetria informativa è tradizionalmente definita facendo riferimento all'incapacità dei finanziatori di osservare, *ex ante*, le caratteristiche di rischio-rendimento dei singoli progetti da finanziare – *adverse selection* – oppure l'impossibilità di controllare le azioni del prenditore di fondi una volta definito il contratto – *moral hazard*

- La teoria finanziaria individua dei possibili correttori:
 - a) Meccanismi di *signalling*
 - sono poco praticabili in un contesto in cui vi è elevata appropriabilità dei progetti innovativi
 - presenza di forti commistioni tra patrimonio dell'imprenditore e dell'impresa → difficoltà di segnalare la situazione economico/finanziaria
 - presenza di elementi *firm specific* che non possono essere impiegati come *collateral*
 - b) Meccanismi di *screening* e di *monitoring*
 - non possono essere facilmente implementati a causa della mancanza di informazioni e per la carenza di competenze da parte dei finanziatori

- Gli investimenti che presentano elevati livelli di spesa in *R&S* - presentando maggiori *sunk cost* - dovrebbero essere finanziati ricorrendo alla struttura propria del contratto azionario (Williamson, 1988)

La teoria delle asimmetrie informative (2/2)

- Nel caso del finanziamento attraverso debito, il problema informativo porta ad una situazione di inefficienza (Akerlof, 1970):
 - Viene fissato un prezzo medio che a fronte di un diverso rischio operativo incentiva la richiesta di fondi da parte delle imprese più rischiose, scoraggiando le imprese che sarebbero più meritevoli
 - Il sistema creditizio non partecipa agli elevati rendimenti in caso di successo dell'idea innovativa e dunque, nel momento in cui viene prezzato il finanziamento, l'attenzione è rivolta al rischio di insuccesso che può comportare la fissazione di un prezzo elevato o la decisione di non concedere il finanziamento (Stiglitz, 1985) → razionamento del credito
- La letteratura finanziaria individua nel *relationship lending* la soluzione per il superamento dei problemi derivanti da asimmetria informativa
 - Tali relazioni finanziarie continuative:
 - migliorano l'efficienza delle attività di selezione e *monitoring* del finanziatore (Diamond, 1984)
 - permettono l'acquisizione di una informazione finanziaria più approfondita e riservata (Fama, 1985; Ramakrishan-Thakor, 1984)
 - consentono il riutilizzo di questa informazione per interazioni finanziarie ripetute nel tempo (Greenbaum e Thakor, 1995)
- Tuttavia, nel caso delle Pmi innovative il *relationship lending* non appare immediatamente perseguibile
 - Si rende necessaria la presenza di investitori istituzionali che svolgano un ruolo di "garante", per esempio come nel caso del *business angel*

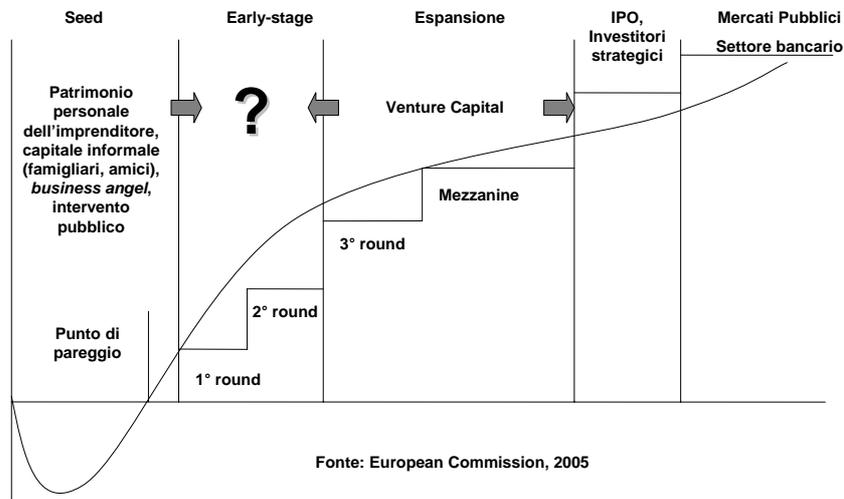
I costi di agenzia

- La letteratura sui costi di agenzia e sui contratti incompleti interpreta le forme contrattuali del finanziamento esterno (sia debito, sia capitale di rischio sottoscritto da terzi) come modalità alternative per regolare i conflitti di interesse tra imprenditore controllante ed i finanziatori
 - I conflitti riguardano l'adeguatezza dello sforzo imprenditoriale nella valorizzazione dell'impresa e comportano da parte del finanziatore la predisposizione di un sistema di incentivi e di meccanismi di controllo
- Il contratto di credito/debito attraverso cui l'imprenditore può appropriarsi pienamente dei risultati raggiunti, una volta remunerato e rimborsato il finanziamento ottenuto, incentiva l'imprenditore ad assumere un comportamento leale e corretto
- Il contratto di partecipazione, invece, massimizza la possibilità di effettuare un controllo efficace della prestazione dell'imprenditore consentendo di limitare i comportamenti opportunistici
- Una soluzione ottimale potrebbe essere quella di introdurre forme ibride che consentano di massimizzare contemporaneamente il controllo sulle prestazioni e sul buon comportamento dell'imprenditore. Sono tali i contratti finanziari quali le obbligazioni convertibili, le obbligazioni *cum warrant*, o i prestiti partecipativi (Seward, 1990; Dewatripoint e Tirole, 1994; Kaplan e Stromberg, 2000)

La gerarchia delle fonti di finanziamento nel caso delle Pmi innovative

- In generale, la *Pecking Order Theory* afferma che l'emissione ed il collocamento di nuove azioni sul mercato presenta degli elementi negativi e di conseguenza viene considerata una forma di finanziamento residuale
- Tuttavia, a causa delle asimmetrie informative e dei costi di agenzia, nel caso delle Pmi innovative, a fronte di un elevato rischio che comporta la possibilità di perdita dell'investimento sia da parte del finanziatore a titolo di capitale di debito che da parte del finanziatore a titolo di capitale di rischio, la gerarchia delle fonti di finanziamento appare diversa, con i finanziamenti a titolo di capitale di rischio che sono preferibili rispetto a quelli a titolo di capitale di debito
- Questi aspetti sono stati analizzati da Berger e Udell (1998) secondo cui la gerarchia delle fonti di finanziamento dipende dalla dimensione dell'impresa e soprattutto dal diverso grado di sviluppo al quale corrispondono differenti livelli del fabbisogno finanziario

La situazione di *equity gap*



Fonte: European Commission, 2005

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

Cefin CENTRO STUDI
FINANZA E FINANZA

- 11 -

Esperienze rilevanti relative alla misurazione dell'*equity gap*

- L'*equity gap* rappresenta una situazione in cui vi è scarsità di investimenti a titolo di capitale di rischio nelle fasi iniziali di vita delle imprese (Mcmillan, 1931)
- Emergono diversi tentativi volti alla misurazione e alla quantificazione di questo *equity gap*:
 - studio della distribuzione degli investimenti in capitale di rischio per ammontare e per fase di ciclo di vita delle imprese, analizzando l'evoluzione nel tempo degli interventi a titolo di capitale di rischio nelle fasi di avvio, e procedendo ad un confronto a livello internazionale;
 - analisi di tipo qualitativo, condotte prevalentemente con riferimento alla offerta di capitali di rischio;
 - approccio quantitativo, che rappresenta la modalità al momento meno utilizzata ma metodologicamente più interessante
- Esiste ampia consapevolezza della presenza di questa situazione, infatti molti interventi della Commissione Europea sono volti ad affrontare questo problema, prevedendo forme di intervento pubblico
 - Inadeguatezza della struttura dei sistemi finanziari orientati alle banche (definita come articolazione di intermediari, investitori, mercati e contratti finanziari) nel sostenere la nuova imprenditorialità e il finanziamento dei progetti più innovativi

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

Cefin CENTRO STUDI
FINANZA E FINANZA

- 12 -