

Recensione del volume:

New Venture Investment: Choices and Consequences

a cura di **A. GINSBERG** e **I. HASAN***

Giorgio di Giorgio - Marco Spallone**

Luiss Guido Carli,
Roma

Università Tor Vergata e
Luiss Guido Carli, Roma

1. - Introduzione¹

In molte delle storie di rapido e straordinario successo che hanno caratterizzato la seconda metà degli anni '90 negli USA ha svolto un ruolo determinante la partecipazione al progetto imprenditoriale di investitori istituzionali nel capitale di rischio, specializzati nella valutazione delle idee e delle prospettive di mercato, nella formulazione di strategie di crescita e nel controllo della loro attuazione: i cosiddetti *venture capitalists*. Pur rimanendo l'uso di questa tipologia di fonti finanziarie marginale anche nei paesi più avanzati (il peso degli investimenti effettuati da società di *venture capital* non ha mai superato l'1,2% e lo 0,8% del PIL, rispettivamente, negli USA e nel Regno Unito), anche importanti aziende *high-tech* come Apple, Intel, Microsoft, Netscape e Sun hanno beneficiato dell'assistenza e della partecipazione di società di *venture capital*. Lo stesso fenomeno ha riguardato imprese di servizi come Federal Express o Starbuck. Alla fine degli anni novanta, i risultati di alcune ricerche su un campione di oltre 2.000 imprese compartecipate da questa tipologia di investitore istitu-

* Elsevier, Amsterdam, 2003.

** <gdg@luiss.it>; <mspallone@luiss.it>.

¹ Le riflessioni stimulate dalla lettura del volume qui recensito si inquadrano in una più ampia attività di ricerca sul tema del ruolo della finanza e del *private equity* nello sviluppo economico, finanziata con fondi MIUR, COFIN 2004.

zionale specializzato nell'assunzione di capitale di rischio (le imprese *venture backed*) mostravano in media una *performance* migliore, da vari punti di vista, rispetto alla media delle 500 aziende a maggiore capitalizzazione.

Questi risultati hanno motivato anche a livello accademico, oltre che di riflessione da parte di *policy makers* e *regulators*, un grande interesse e l'emergere di un nuovo filone di studi dedicati a questa particolare tipologia di investimenti e alle caratteristiche dei contratti (non solo finanziari) che vengono stipulati tra le parti interessate. Di questo interesse è testimonianza il volume qui recensito, a cura di Ari Ginsburg e Iftekhar Hasan, per i tipi della Elsevier Science.

Tre sezioni seguono questa introduzione. Nella prima cerchiamo di motivare teoricamente la rilevanza di questo segmento di finanza "innovativa" rispetto ai tradizionali canali di capitale proprio e di credito, discutendo anche brevemente alcuni dei risultati ottenuti nella letteratura internazionale precedente la pubblicazione del volume. Nella seconda analizziamo il contenuto del volume, sia nel suo complesso che con riferimento ad alcuni dei più interessanti spunti che propongono i singoli contributi. Nella terza e ultima sezione cerchiamo di trarre delle implicazioni utili ai fini della valutazione di possibili interventi regolamentari o di politica economica finalizzati a sviluppare questo segmento del mercato finanziario anche nel nostro paese.

2. - Innovazione e *venture finance*

Lo studio delle relazioni esistenti tra struttura e funzionamento del sistema finanziario e crescita dell'economia e dell'occupazione è da alcuni anni uno dei filoni di ricerca che più hanno interessato macroeconomisti e *policy makers*. Già a partire dagli anni '70, la teoria economica ha prodotto una moltitudine di modelli in cui un ruolo particolarmente importante ai fini dello sviluppo economico è assegnato ad un sistema finanziario avanzato ed efficiente. Questi modelli, che, normalmente, si basano sulla considerazione che diversi problemi informativi possano emer-

gere a livello microeconomico nelle relazioni finanziarie, in particolare analizzano le conseguenze derivanti dalla presenza di asimmetrie informative, *ex ante* o *ex post*, tra prestatori e prenditori di fondi. Nell'ambito dello studio di queste relazioni, recentemente, molta attenzione è stata data al ruolo svolto dalle società di *venture capital* (Gompers - Lerner, 2002; Bottazzi - Da Rin, 2002). Queste società forniscono non solo capitale finanziario, ma anche *know how* manageriale, supporto commerciale e assistenza di varia natura alle aziende in cui investono, con l'obiettivo esplicito di creare valore e uscire dalla compagine azionaria dopo un certo periodo (anche attraverso la quotazione in borsa) ottenendo un consistente guadagno in conto capitale.

Una prima motivazione per analizzare il funzionamento del mercato del *venture capital* consiste nell'osservare che le società di *venture* approssimano in modo abbastanza convincente, nel mondo reale, gli investitori schematizzati nella moderna teoria dell'intermediazione finanziaria. Il problema analizzato in questa letteratura è quello di un imprenditore che ha un progetto di investimento potenzialmente profittevole, ma necessita delle risorse finanziarie per attivarlo. A fronte di ciò esistono nell'economia soggetti in possesso di tali risorse, ma il finanziamento del progetto richiede concretamente di risolvere l'ovvio conflitto di interesse tra il principale (investitore-finanziatore) e l'agente (l'imprenditore), determinato dalla presenza di incertezza e di rilevanti asimmetrie informative, sia in termini di informazioni private (selezione avversa e/o monitoraggio) che di comportamenti non osservabili o verificabili da parte dell'agente (azzardo morale). La teoria ha identificato una serie di possibili soluzioni in grado di limitare, se non di eliminare completamente, questo conflitto di interesse, in particolare attraverso l'attivazione di procedure di *screening* e valutazione dei progetti da parte del potenziale finanziatore, di scrittura di contratti incentivanti l'agente ad un comportamento virtuoso, attraverso l'allocazione di diritti di intervento e dei flussi finanziari, di controlli sia durante le fasi di esecuzione del progetto che al suo completamento (v. Hart, 2001). Lo studio del comportamento effettivo degli investitori professionali attivi nel segmento del *venture capital* mostra appunto che le soluzioni ai conflitti di interesse prospettate dalla teoria vengono

realmente adottate nei contratti di finanziamento relativi alla fornitura di *seed* e *start-up capital*². Kaplan e Stromberg (2001) analizzano in dettaglio oltre 200 contratti di *venture capital* (firmati da 14 società di investitori istituzionali USA, con 119 imprese *target*). I risultati ottenuti mostrano che i contratti specificano in modo dettagliato l'allocazione non solo dei flussi finanziari, ma anche dei diritti di rappresentanza, partecipazione e voto nei consigli di amministrazione, e altre forme di intervento esterno, incluso spesso il diritto di imporre la liquidazione del progetto. I flussi finanziari e i diritti di intervento nella gestione sono poi normalmente contingenti alla realizzazione di alcune variabili osservabili che misurano la *performance* del progetto. È generalmente previsto che, in caso di *performance* negativa, la società di *venture* acquisisca il pieno controllo del progetto, mentre in caso di risultati positivi, pur mantenendo il diritto a una rilevante percentuale dei flussi finanziari, all'imprenditore o al *management* sia assegnata maggiore libertà decisionale.

Altri studi forniscono evidenza della scrupolosa attività di *screening* dei progetti da finanziare che viene condotta dalle società di *venture* prima di decidere se e come partecipare all'iniziativa imprenditoriale³. La *due diligence* viene condotta guardando sia alle caratteristiche intrinseche del progetto, in termini di mercato, strategie e tecnologie da impiegare, possibile intensità della reazione da parte dei concorrenti, che alla qualità e adeguatezza del *management*. Kaplan e Stromberg (2001) mostrano anche come l'attività di selezione interagisca in modo complementare e non sostitutivo con la scrittura di contratti opportuni. Ad esempio, laddove un fattore di rischio rilevante di insuccesso venga assegnato nella *due diligence* al *management* attuale, il contratto di sottoscrizione di capitale normalmente richiede il trasferimento del controllo alla società di *venture* o la sostituzione di alcuni alti dirigenti⁴. Inoltre, Baker e Gompers (2000)

² Con la dicitura *seed capital* o *seed money* si intende in genere indicare i fondi che vengono concessi da investitori privati per strutturare gli *start-ups* in modo adeguato ad ottenere il primo finanziamento (*start-up capital*) da parte dei *venture capitalists*.

³ V. GOMPERS P. - LERNER J. (1999); KAPLAN S. - STROMBERG P. (2000).

⁴ In altre parole, qualora si ritenga che il *management* attuale possa contribuire in modo determinante all'eventuale insuccesso del progetto per cause connesse alle sue capacità, si pongono in essere manovre per rimuoverlo.

trovano che nelle società *venture backed*, rispetto ad altre operanti in settori simili, un meccanismo incentivante venga ricercato anche nei contratti di lavoro con dirigenti e impiegati, prevedendo salari fissi mediamente più bassi a fronte di retribuzioni compensative che includono *bonus*, assegnazione di *equity* e opzioni più elevate.

Ugualmente importante è l'attività di controllo e *monitoring* svolta nella fase di realizzazione del progetto. Il finanziamento viene frequentemente erogato in *tranches* successive, subordinatamente alla verifica dei risultati raggiunti. Inoltre, la società di *venture* partecipa generalmente in modo attivo alla formulazione e alla realizzazione delle strategie imprenditoriali, apportando risorse preziose in termini di relazioni e conoscenze manageriali e di mercato.

Altri fondamenti teorici per l'interesse nel mercato del *venture capital* si trovano nella vasta letteratura dedicata al ruolo dell'innovazione e dell'attività di ricerca e sviluppo come importante determinante della crescita economica⁵. Gran parte degli avanzamenti nella tecnologia che hanno costituito il motore propulsivo alla base dell'incremento degli *standard* di vita sono infatti il risultato di una ingente attività di investimento in ricerca e sviluppo da parte di imprenditori e aziende. Questa letteratura abbandona il paradigma neoclassico dei mercati perfettamente concorrenziali, dato che il recupero delle spese di investimento sostenute in programmi spesso pluriennali di ricerca e sviluppo richiede necessariamente la possibilità per le imprese di vendere i prodotti a prezzi superiori ai costi unitari di produzione. In questo contesto, due tipi di problematiche divengono immediatamente rilevanti. La prima è relativa alle modalità di finanziamento di una attività di ricerca e sviluppo i cui risultati sono altamente aleatori e non prevedibili in un determinato periodo di tempo. Ciò rende normalmente il costo della finanza esterna per tali progetti di molto superiore a quello richiesto per finanziare altre attività di impresa. La seconda è inerente al ruolo della politica economica. Poiché i risultati dell'attività di ricerca e sviluppo non sono interamente appropriabili dall'inventore a causa dei fenomeni di imi-

⁵ v. GROSSMAN G. - HELPMAN E. (1994); per una introduzione alla prima letteratura su questi temi. Tra i contributi originali più significativi, v. ROMER P. (1990); AGHION P. - HOWITT P. (1992).

tazione, di *spillover* delle nuove conoscenze e della limitata portata temporale dei brevetti, è naturale prevedere un livello di investimento privato in queste attività inferiore rispetto al livello socialmente ottimale. Di qui, l'interesse per adeguati interventi di *policy* a sostegno dell'innovazione e degli inventori, in termini di sussidi e benefici fiscali e/o di partecipazione alle attività stesse con apporto di risorse, non necessariamente solo finanziarie.

Il mercato del *venture capital*, con operatori istituzionali specializzati nell'assunzione di posizioni rischiose, può rappresentare una soluzione al finanziamento dell'attività innovativa, e quindi della crescita economica e dell'occupazione. Un mercato sviluppato del *venture capital* richiede tuttavia un efficiente mercato azionario dove sia possibile e vantaggioso collocare le imprese *target* dell'investimento una volta che siano state adeguatamente preparate a raccogliere capitali sul pubblico mercato. Il ruolo della politica economica è quindi importante anche nel sostegno logistico e finanziario di quei segmenti di mercato o settori economici che non sono direttamente appetibili dai *venture capitalists*, ad esempio con interventi di fornitura di garanzie creditizie o di predisposizione di "incubatori", e nello stimolo dato allo sviluppo dei mercati finanziari organizzati, attraverso una regolamentazione efficiente e moderna⁶.

Sia pure con un certo ritardo, anche il nostro paese sta gradualmente dimostrando un crescente interesse per questo segmento di mercato. Inoltre, i maggiori ostacoli che avevano ad oggi frenato lo sviluppo di operatori e la domanda di fondi sono stati rimossi da alcuni recenti interventi legislativi e regolamentari

⁶ L'evidenza empirica disponibile per gli USA è coerente con un ruolo positivo svolto dal *venture capital* sui fenomeni di innovazione e di crescita economica, ma alcuni studi sul mercato europeo e giapponese, concentrandosi su diversi campioni di nuove imprese quotate, non riscontrano una superiorità delle imprese *venture backed* in termini di crescita e di creazione di posti di lavoro. Una differenza rilevante è che le società di *venture* in Giappone (e anche in Europa) sono in genere di proprietà di grandi istituzioni finanziarie e non imprese specializzate indipendenti (*limited liability partnerships*) come negli USA. La minore indipendenza della società di *venture*, che sponsorizza l'impresa, può indurla a fissare un prezzo eccessivamente elevato rispetto al reale valore dello *start-up* nell'offerta pubblica di vendita; questo avviene perché, se la società di *venture* è di proprietà dell'istituzione finanziaria che colloca il capitale dell'impresa sul mercato, l'interesse di chi colloca sul mercato non è solo rivolto al collocamento in senso stretto, ma anche alle entrate della società di *venture* controllata.

(Di Giorgio, 2001; Di Giorgio - Di Odoardo, 2002). L'Italia rimane, d'altronde, un ambiente più favorevole per operazioni di *private equity* che di *venture capital*, date le caratteristiche del sistema produttivo e la specializzazione settoriale del nostro paese⁷.

3. - Analisi dei contributi del volume

Il volume qui recensito ha il pregio di trattare l'argomento *venture capital* da molte diverse angolazioni. Tuttavia, il desiderio di affrontare molte questioni aperte ha come conseguenza negativa la mancanza di organicità espositiva. In generale, il libro si configura come una raccolta di articoli interessanti, scelti accuratamente per la qualità del loro individuale contributo, ma non fornisce né una panoramica completa della letteratura economica e finanziaria sul *venture capital* né una trattazione esaustiva di uno specifico tema. Dopo aver completato la lettura del testo ed averne assimilato i contenuti, un lettore esperto è probabilmente in grado di estrarre molti spunti utili per future ricerche, ma trova difficile individuare il filo conduttore che lega i diversi articoli selezionati.

In verità, è possibile tentare di orientarsi all'interno del testo distinguendo almeno tra i contributi di natura prevalentemente teorica, che si concentrano soprattutto sulla fase di *start up*, e quelli di natura prevalentemente empirica, che tentano di individuare i fattori che determinano i risultati dell'attività di investimento e analizzano in prevalenza la fase finale del rapporto imprenditore-investitore (*exit*). Il volume ospita anche un contributo prevalentemente storico (di R. Silla), che contiene una serie di esempi che aiutano a comprendere il ruolo svolto dal sistema fi-

⁷ Il *private equity* include tutte quelle operazioni finanziarie indirizzate a modificare la struttura proprietaria e di controllo di un'impresa. Tradizionalmente, si riferiscono a questa denominazione le operazioni di MBO (*management buy out*) e quelle di sostituzione (*replacement*) del capitale. A volte, si includono nella definizione di *private equity* anche operazioni finalizzate a finanziare lo sviluppo (*expansion*) di impresa successivamente alle fasi preliminari e iniziali di avvio del progetto imprenditoriale (*seed* e *start-up*), che rientrano invece nella definizione più ristretta di *venture capital*.

nanziario nel favorire l'attività di impresa e, conseguentemente, la crescita economica, con particolare attenzione al caso delle imprese della *new economy*.

3.1 *I contributi teorici*

Nell'articolo *Asymmetry of Information and of Beliefs in Venture Capital*, di Yoram Landskroner e Jacob Paroush, viene analizzato lo stadio iniziale dell'attività d'impresa, in cui non esistono conoscenze *a priori* sulla redditività di quest'ultima. L'interazione strategica fra l'imprenditore e l'investitore è descritta da un *signaling game* in cui si assume che l'imprenditore abbia un livello d'informazione superiore rispetto a quello dell'investitore. Il segnale in questione è la quota di *equity* acquistata dall'imprenditore. Dal punto di vista dell'investitore, il processo di decisione si articola in due stadi: nel primo stadio egli determina quanto investire, in totale, nella *venture*, mentre nel secondo stadio stabilisce come ripartire l'allocazione fra debito *risk-free* e *risky equity*. L'imprenditore, invece, decide come ripartire la struttura societaria dell'impresa fra *equity* e debito. Anche l'imprenditore può investire in *equity* e ciò non influenza solamente il reddito dell'impresa, ma anche le aspettative dell'investitore: in altre parole, l'aumento della quota investita in *equity* da parte dell'imprenditore è un segnale che fa crescere l'ottimismo dell'investitore. Il risultato fondamentale è che l'effetto positivo dell'investimento in *equity* dell'imprenditore sui *beliefs* dell'investitore (*equity incentive*) può influenzare il totale degli investimenti.

Sempre con riferimento alle decisioni di investimento nella fase iniziale della *venture*, il saggio *Venture Capital Investing and the "Calcutta Auction"*, di Seshadri, Shapira e Tucci, propone un approccio alternativo. In particolare, si sostiene che l'ammontare investito dipende da due fattori: il valore iniziale del mercato con prospettive di crescita e la misura degli investimenti in *venture capital* necessari per sostenere tale crescita in vista di altri futuri entranti.

L'articolo *The Entrepreneur's Initial Contact with a Venture Capitalist. Why Good Projects may Choose to Wait*, di Tom Berglund

e Edvard Johansson, contiene una razionalizzazione molto semplice, ma intuitivamente attraente, della possibile decisione imprenditoriale di non avvalersi del contributo dei *venture capitalists*. Ritardando il ricorso all'investitore esterno, l'imprenditore riesce infatti ad aumentare il suo potere contrattuale e, allo stesso tempo, evita che il *venture capitalist*, venuto a conoscenza della redditività del progetto, lo proponga a dei concorrenti. Il ritardo con cui accettare il coinvolgimento del *venture capitalist* è determinato dall'uguaglianza tra l'incremento marginale del potere contrattuale con la diminuzione marginale del valore totale del progetto, dovuta alla necessità di sostenere il progetto con una dotazione adeguata di fondi. Inoltre, a seguito di un incremento delle capacità dell'imprenditore, il tempo di attesa del coinvolgimento del *venture capitalist* aumenta. Tutto ciò serve a spiegare perché le imprese con profittabilità attesa maggiore tendono a ritardare la loro interazione con i *venture capitalists*; il fatto che un imprenditore decida di avvalersi del contributo di un *venture capitalist* nella fase iniziale del progetto costituirebbe invece un segnale di bassa profittabilità.

Ma quali caratteristiche influenzano la scelta di un investitore esterno? A questa domanda cerca di rispondere il saggio *How Should Entrepreneurs Choose Their Investors*, di Dima Leshchinskii, che dimostra come, ad ogni stadio di sviluppo del progetto, l'imprenditore cerca di coinvolgere gli investitori col più alto grado di competenza nella valutazione e nella capacità di *monitoring* del progetto stesso, tenendo anche in considerazione la coincidenza dei propri interessi con quelli dei possibili investitori e se questi ultimi stiano contemporaneamente finanziando progetti di potenziali concorrenti.

Infine, nell'articolo *In Quest for Equity Partners: The Determinants of the Going Public-Large Blockholder Choice*, Bagella, Becchetti e Martini, gli autori analizzano quali possono essere le variabili che influenzano la scelta dell'imprenditore tra la possibilità del *going public* o del ricorso ad un *blockholder* che fornisca i finanziamenti esterni necessari. Le conclusioni circoscrivono la validità del risultato noto in letteratura come *Bolton-Von Thadden effect*, secondo cui la proprietà dispersa è da preferire, poiché ad

una tale situazione è associato un costo inferiore nel *monitoring* del *management*, essendo questo ripartito tra un numero maggiore di azionisti. Gli autori di questo capitolo aggiungono che un livello di *monitoring* più elevato ed una minore dispersione della proprietà aumentano il costo di scegliere un grande *blockholder* a causa del potere contrattuale di quest'ultimo. Tuttavia, il risultato fondamentale dell'analisi è che la preferenza accordata al *going public*, motivata sulla base del maggior potere contrattuale che gli azionisti di maggioranza hanno nei confronti dei piccoli, entra in crisi allorché ci si pone in un contesto istituzionale carente dal punto di vista normativo, che rende più facile agli azionisti di controllo la possibilità di arrivare a forme di collusione (legale o illegale) con il *management* o con un eventuale investitore esterno a scapito dei piccoli azionisti.

Questo primo insieme di contributi si colloca all'interno del filone di letteratura che, come menzionato nell'introduzione, si occupa di studiare le soluzioni ai problemi informativi tipici di gran parte delle relazioni finanziarie.

Nonostante il contributo strettamente teorico dei lavori non sia di rilevanza assoluta, il valore aggiunto che essi forniscono al lettore sta nel mostrare tanto la prospettiva degli investitori quanto quella degli imprenditori. In particolare, mentre generalmente ci si preoccupa di incentivare e monitorare coloro che fanno uso di fondi altrui, qui si evidenzia come cautele ci debbano essere anche da parte di chi mette a disposizione le proprie idee.

Un commento leggermente diverso merita l'ultimo degli articoli citati sopra. Infatti, accanto ai soliti problemi informativi, il lavoro di Bagella *et Al.* considera rilevanti fattori di natura istituzionale e legislativa. Tale impostazione fornisce spunti di riflessione importanti soprattutto in riferimento al caso italiano. In base alle conclusioni raggiunte, infatti, l'efficienza dei mercati finanziari e la tutela dei diritti dei piccoli azionisti risultano essere ancora di più obiettivi da perseguire con forza dal nostro legislatore.

3.2 I contributi empirici

In *Exit Decisions of Entrepreneurial Firms: IPOs Versus M & As*, di Ilgaz Harikan, si analizza la maniera in cui l'imprenditore attua la scelta di vendere la sua società. La scelta dell'Offerta Pubblica Iniziale (IPO), ovvero delle fusioni ed acquisizioni (M&As), dipenderà da alcuni fattori quali il potere contrattuale, il valore dell'impresa, le dimensioni del mercato, il grado di avversione al rischio degli operatori e la presenza di *search costs*. Su un campione di imprese sottoposte ad IPO o a M&A nel periodo 1975-1999, si trova che le compagnie con un elevato potere contrattuale più verosimilmente preferiscono le M&As alle IPOs; imprese con un'alta percentuale di *private value*, come quelle del settore *high-tech*, al contrario, privilegiano le IPO (perché preferiscono non dischiudere una porzione cospicua delle informazioni ad uno o a pochi grandi investitori). I risultati econometrici, tuttavia, non sono consistenti, dal momento che è sufficiente modificare, ad esempio, il livello d'indebitamento di un'impresa al di sopra di un determinato valore soglia, perché la probabilità di una M&A aumenti rispetto a quella di una IPO. Questo è probabilmente il prezzo da pagare alla scelta di prendere un campione di tante imprese, piuttosto che analizzare più in profondità i settori industriali e le imprese in essi operanti.

Con riferimento alle IPO, Bertoni e Giudici nell'articolo "*New* Stock Markets in Europe: A "*New*" Exit for Venture Capital Investments", esaminano la crescita del *venture capital* in Europa e il ruolo dei *venture capitalists* nel nuovo mercato prima, durante e dopo la quotazione in borsa: i risultati della stima econometrica suggeriscono che i *venture capitalists* mantengono le loro azioni nelle aziende in cui essi possono contribuire a creare valore anche dopo la IPO. Inoltre, i *venture capitalists* dismettono le azioni delle imprese relativamente più piccole e sembrano avvantaggiarsi dei momenti di euforia del mercato nei confronti dei titoli tecnologici. In modo simile, Sandström e Westerholm in *Post-Issue Performance of Hot IPOs*, analizzano i risultati delle IPOs relative a 73 imprese finlandesi per stabilire se esiste un legame fra il momento in cui l'offerta è condotta e le *performance* successive

ad essa. Analizzando i dati *pre* e *post* IPO, gli autori osservano una spiccata diminuzione degli indici di profittabilità già cinque anni dopo che il “cambiamento di regime” è stato effettuato. Tutto ciò sembra costituire un punto a favore della teoria che ipotizza un eccessivo entusiasmo degli investitori, che si fonda sulla presenza di asimmetrie informative fra le due parti. Tuttavia, questi risultati non vanno letti in aggregato, poiché, attraverso il *panel* studiato nel *paper*, si riescono a cogliere gli elementi di eterogeneità presenti fra le varie tipologie di aziende che si sono quotate in seguito all'IPO.

Alle IPO sono dedicati anche il saggio *Is Accounting Information Relevant to Valuing European Internet IPOs?*, di Knauff, Rooseboom e Van Der Goot, e quello finale *Deliberate Underpricing and Price Support: Venture Backed and Nonventure Backed IPOs*, di Francis, Hasan e Hu, che esamina il fenomeno dell'*underpricing*, definito come la differenza percentuale fra il prezzo d'offerta registratosi in chiusura di giornata ed il successivo prezzo iniziale d'offerta nel corso del primo giorno di scambi. I dati sembrano supportare l'idea che l'*underpricing* nelle IPOs *venture-backed* è significativamente più elevato di quanto accade nelle offerte *non venture-backed*.

Una menzione a parte merita invece il lavoro *Canadian Labour-Sponsored Venture Capital Corporations: Bane or Boon?*, di Douglas Cumming e Jeffrey Macintosh, in cui si presentano i risultati di un progetto di intervento pubblico, sostenuto da diversi governi canadesi, tanto a livello centrale che a livello regionale, volto a sostenere lo sviluppo del *venture capital*. L'idea da cui prende le mosse questo programma di incentivi al *venture capital* è che le economie industrializzate si sono tipicamente sviluppate sotto la spinta delle cosiddette *knowledge-based industries*, che comprendono il vasto settore delle imprese della *new economy*. Tali imprese, come già sottolineato, sono caratterizzate da investimenti altamente redditizi ma altrettanto rischiosi, fatto questo che le rende adatte al finanziamento da parte dei *venture capitalists*. Il governo canadese, in particolare, ha privilegiato una particolare forma di *venture capital funds*, ovvero i fondi denominati *labour-sponsored venture capital corpo-*

rations (LSVCCs), fondi sponsorizzati dalle organizzazioni sindacali che investono in progetti considerati di pubblica utilità in termini di occupazione e crescita economica. I LSVCCs sono stati favoriti da una serie di norme, in virtù delle quali si sono introdotti degli sgravi fiscali agli investitori, nella forma di credito d'imposta e della possibilità di dedurre l'investimento dal reddito. Ciò che ci si chiede è se effettivamente questa tutela ai LSVCCs è giustificata in termini economici, considerando soprattutto il grado di profittabilità di tali fondi in confronto con quello di fondi concorrenti, come i *private venture capital funds*. Con l'ausilio di statistiche relative non solo alla profittabilità dei diversi *venture capital funds*, ma anche ai rendimenti di altri titoli mobiliari, si dimostra che i LSVCCs hanno generalmente esibito un rendimento modesto. L'unica ragione che, a giudizio degli autori, ha portato allo sviluppo dei LSVCCs è legata alla possibilità di usufruire di agevolazioni fiscali. L'aumento di investimenti in *venture capital* in seguito a queste iniziative di incentivi nei confronti dei LSVCCs costituisce un punto a favore di questa forma di *venture capital funds*, ma è un argomento poco convincente poiché accanto a questo aspetto c'è da considerare lo spiazzamento di altri fondi di *venture capital* maggiormente profittevoli, che, nel lungo periodo, potrebbe portare ad una crisi complessiva del *venture capital* canadese.

Come già anticipato, questo secondo insieme di lavori si occupa prevalentemente della fase di *exit*. I risultati empirici che vengono raggiunti dai lavori appena descritti presentano gli stessi problemi di robustezza di gran parte dei contributi che nel corso degli anni si sono occupati di questi temi. In particolare, le difficoltà che emergono quando si tenta di interpretare il contenuto informativo dei prezzi delle IPO e la grande sensibilità dei risultati finali alle differenze settoriali rendono difficile trarre conclusioni di rilevanza generale dalle stime econometriche.

Il lavoro *Canadian Labour-Sponsored Venture Capital Corporations: Bane or Boon?*, di Douglas Cumming e Jeffrey Macintosh, costituisce a nostro giudizio il più originale dei contributi empirici presenti nel libro. Qui, infatti, si trova un tentativo interessante

di valutare la convenienza dell'intervento statale nel mercato del *venture capital*. Le conclusioni raggiunte mettono in evidenza quanto allo stesso tempo possa essere importante e delicato il ruolo del *policy maker* interessato a favorire lo sviluppo della finanza innovativa, di tipo *venture*. Infatti, dal lavoro risulta chiaro come esigenze di crescita, spesso indissolubilmente legata all'innovazione tecnologica, possano spingere il *policy maker* ad incentivare l'assunzione di rischi da parte degli investitori in alcuni settori industriali selezionati; tuttavia, risulta altrettanto chiaro che l'intervento del *policy maker* debba essere calibrato in modo tale da non essere distortivo. La competenza e l'attenzione del legislatore sono fortemente chiamate in causa dalle conclusioni raggiunte in questa sezione del libro.

4. - Conclusioni

Dalla lettura del volume, è possibile prendere spunto per cercare di individuare gli interventi di politica economica e regolamentare ancora auspicabili per stimolare lo sviluppo del *venture capital* in Italia. Come emerge dall'analisi di Di Giorgio e Di Odoardo (2002), a partire dalla fine degli anni '90 sono stati progressivamente rimossi i principali vincoli ad una efficace azione operativa nel segmento di mercato del capitale privato di rischio da parte dei fondi chiusi di investimento. Le riforme del sistema fiscale, del diritto societario e del diritto fallimentare concorrono a rendere ulteriormente favorevole il contesto per l'assunzione di investimenti rischiosi. Tuttavia, è probabile che un ulteriore sviluppo dei fondi chiusi sarebbe favorito da un regime fiscale più omogeneo tra investitori individuali e istituzionali, dato che i secondi sono attualmente penalizzati perché non possono beneficiare dell'imposta ridotta del 12,5% sulle plusvalenze generate dagli investimenti. Indirettamente, una ulteriore riduzione (o eliminazione) della fiscalità sui fondi pensione (ma anche sulle assicurazioni vita, a determinate condizioni) contribuirebbe allo sviluppo di questi ultimi e potrebbe aumentarne gli investimenti nei fondi

mobiliari chiusi⁸. La riduzione potrebbe essere concessa ai sottoscrittori di fondi pensionistici (e di polizze assicurative vita) nel cui prospetto sia previsto l'investimento di una percentuale minima del patrimonio in fondi mobiliari chiusi di *venture capital* o in fondi di fondi.

Un importante problema che rimane è relativo alla attribuzione dei proventi eccedenti il rimborso del capitale e la remunerazione ordinaria del capitale ai sottoscrittori di un fondo. Uno dei fattori chiave nella governance del fondo è relativo a cercare di allineare al massimo gli incentivi del *team* manageriale di investimento a quelli dei sottoscrittori di quote del fondo, per minimizzare i problemi di azzardo morale presenti in qualsiasi impresa gestita da *managers*. Nella costituzione del fondo va esplicitato il meccanismo di ripartizione dei proventi extra tra sottoscrittori e *team* di investimento (*carried interest*). Al momento non è concessa l'attribuzione diretta di parte di questi proventi al *team*. I componenti del *team* possono solo essere ricompensati con dei *bonus* corrisposti dalla società di gestione. In questo modo, il *team* di investimento non è pienamente indipendente dalla società di gestione. Inoltre, i compensi percepiti sono soggetti al regime fiscale vigente e non all'aliquota privilegiata del 12,5% sulla *performance* complessiva del fondo. Il confronto con la normativa di altri paesi è qui svantaggioso, e può scoraggiare tanto i sottoscrittori che non vedono giustamente incentivati i componenti del *team* e non si fidano quindi della loro totale dedizione al *business*, quanto i migliori *managers*, se i compensi percepiti hanno una struttura meno vantaggiosa di quella offerta dai fondi esteri.

La vera sfida è tuttavia costituita dal prevedere anche a livello nazionale o regionale, meccanismi di incentivo e stimolo simili a quelli recentemente formulati in sede Europea, con l'importante *caveat* di tener presente la normativa sugli aiuti di stato. In questa direzione, gli interventi dovrebbero concentrarsi sul segmento dei finanziamenti iniziali e avere esplicito riferimento

⁸ In questa direzione, e coerentemente con l'obiettivo di potenziare la previdenza complementare, era stato emanato il decreto legislativo n. 47 del 2000, che stabilisce la deducibilità dei versamenti effettuati fino al 12% del reddito, con un tetto massimo di 5.165 euro, per coloro che aderiscono ai fondi pensione.

ad un determinato settore o una limitata area geografica all'interno del paese. L'impegno a promuovere lo sviluppo del capitale di rischio è stato un obiettivo riaffermato dal Consiglio Europeo di Lisbona, che ha incoraggiato esplicitamente un orientamento privilegiato dei finanziamenti verso il sostegno alla costituzione di nuove imprese, alle imprese ad alta tecnologia e alle micro imprese. La Commissione Europea ha d'altronde sottolineato che non sembra possibile né opportuno ricorrere prevalentemente ai fondi pubblici per promuovere lo sviluppo del capitale di rischio nella Comunità. I provvedimenti suggeriti vanno nel senso di ridurre le eventuali restrizioni di natura fiscale relative al capitale azionario rispetto a quello di debito, e le limitazioni agli investimenti di determinati investitori istituzionali come i fondi pensione o le assicurazioni. Al contempo, va perseguito l'obiettivo dello snellimento delle procedure burocratiche e amministrative per la costituzione di imprese. La funzione assegnata ai finanziamenti pubblici è quella di rimediare a eventuali fallimenti di mercato, ma questo obiettivo va bilanciato con la normativa relativa agli aiuti di stato. Sarebbe opportuno anche distinguere ulteriormente e chiaramente le iniziative pubbliche destinate a supportare il *seed capital* da quelle finalizzate a incentivare gli *start up* e l'espansione del capitale. Questo perché i profili di rischio dei progetti, le necessità finanziarie e le competenze manageriali sono diverse nelle due fattispecie. In particolare, i finanziamenti di *seed capital*, essendo di ammontare limitato e ad alto rischio, attraggono più difficilmente investitori istituzionali formali. L'intervento dell'operatore pubblico potrebbe quindi effettivamente consentire il superamento di un serio fallimento del mercato. A tal fine, una prima iniziativa potrebbe riguardare il finanziamento delle spese di funzionamento di incubatori locali e dell'organizzazione di incontri periodici tra investitori formali e informali e potenziali imprenditori. Una seconda, la promozione di un fondo settoriale statale (*high tech fund*) e di fondi regionali che possano investire in fondi privati di *venture capital* in senso stretto, a condizioni identiche rispetto ad altri investitori, fino a un terzo del patrimonio totale di ogni singolo fondo (fino al 50% per i fondi chiusi per la ricerca)

Rassegna bibliografica

sotto il vincolo che una percentuale minima (20-30%) degli investimenti dei fondi partecipati dal fondo pubblico abbia come oggetto interventi di *seed capital* e di *first stage finance*.

BIBLIOGRAFIA

- AGHION P. - HOWITT P., «A Model of Growth Through Creative Destruction», *Econometrica*, n. 60, 1992.
- BAKER M. - GOMPERS P., «An Analysis of Executive Compensation, Ownership and Control in Entrepreneurial Firms», Unpublished *Working Paper*, Harvard University, 2000.
- BOTTAZZI L. - DA RIN M., «Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies», *Economic Policy*, 2002.
- DI GIORGIO G., «Il mercato del capitale privato di rischio: quale sviluppo per il *venture capital* in Italia?», *Rivista Bancaria*, Minerva Bancaria, n. 6, 2001.
- DI GIORGIO G. - DI ODOARDO M., «Finanza per lo sviluppo. Determinanti e prospettive del *venture capital* in Italia», *Economia Italiana*, n. 3, 2002.
- GOMPERS P. - LERNER J., *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, 1999.
- —, — —, «The Venture Capital Revolution», *Journal of Economic Perspectives*, 2002.
- GROSSMAN G. - HELPMAN E., «Endogenous Innovation in the Theory of Growth», *Journal of Economic Perspectives*, n. 8, 1994.
- HART O., «Financial Contracting», *Journal of Economic Literature*, n. 39, 2001.
- KAPLAN S. - STROMBERG P., «How do Venture Capitalists Choose and Manage their Investments?», *Working Paper*, University of Chicago, 2000.
- KAPLAN S. - STROMBERG P., «Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening and Monitoring», *American Economic Review Papers and Proceedings*, 2001.
- ROMER P., «Endogenous Technological Change», *Journal of Political Economy*, n. 98, 1990.