

PRIVATE EQUITY: CHE SPAZIO C'È IN EUROPA PER LE MICRO IMPRESE?



Da tempo si discute, in Europa, dell'accesso delle piccole e medie imprese a strumenti finanziari diversi da quelli forniti dal sistema bancario. Una delle misure più consistenti sono gli strumenti finanziari stanziati dal "Programma per la competitività e l'innovazione 2007-2013", studiati per risolvere il gap di mercato che si verifica nel momento in cui le Pmi hanno bisogno di rischio

a cura dell'Ufficio Research and Competitors Benchmarking, Divisione Retail, UniCredit Group

A dispetto dell'evoluzione del contesto normativo, dell'intenso processo di privatizzazione delle imprese pubbliche e dei cambiamenti significativi avvenuti nel panorama finanziario europeo, compresa la maggiore integrazione del sistema bancario, negli ultimi 15 anni si è osservato in Italia uno sviluppo dei mercati obbligazionari e soprattutto del capitale di rischio al di sotto delle aspettative.

Tale ritardo risulta particolarmente problematico per le imprese di piccola dimensione, che più delle altre segnalano difficoltà di accesso alle fonti di finanziamento esterno, nonostante sia a livello italiano che europeo vi sia una crescente attenzione sul tema.

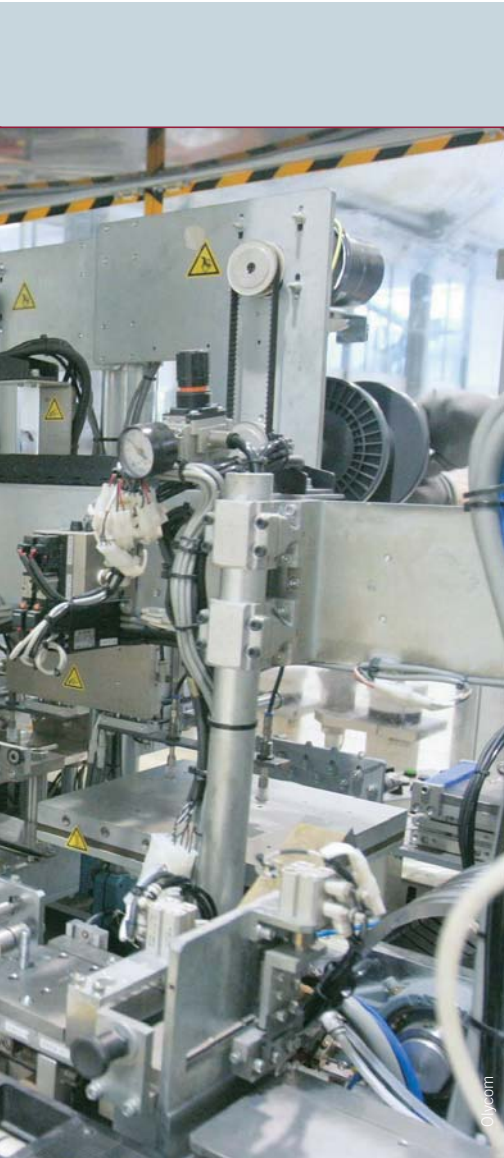
L'attenzione sull'accesso agli strumenti finanziari è motivata dalle caratteristiche specifiche della struttura industriale europea: secondo i dati dell'Osservatorio delle PMI europee (2004), in Europa oltre il 92% del tessuto imprenditoriale è costituito da microimprese (con meno di 10 addetti) e il

6,5% occupa tra i 10 e i 50 addetti (piccole imprese).

Ancor più che negli altri Paesi europei, in Italia le imprese sono prevalentemente di micro (quasi il 95%) e piccola (4,5%) dimensione, come registrato dall'ISTAT (2007). Inoltre, secondo l'Osservatorio già citato, in Italia ci sono 4 occupati in media nelle PMI (solo la Grecia ne ha meno, 2) e il valore aggiunto per occupato nelle PMI è superiore al valore medio europeo (89 contro 74).

Tuttavia le imprese italiane – le micro e piccole, ma in parte anche le medie – si distinguono in Europa per la loro struttura finanziaria poco robusta, caratterizzata da una forte sottopatrimonializzazione, diffuso utilizzo di forme tradizionali di finanziamento bancario (specie prestiti di breve periodo, con garanzie personali) e ampio ricorso al multifinanziamento bancario.

Anche dalla Relazione Annuale sul 2006 della Banca d'Italia emerge che c'è uno



Le parole del private equity

Il VENTURE CAPITAL è il segmento del private equity che investe principalmente in imprese che si trovano nella fase iniziale del loro ciclo di vita (SEED o START-UP CAPITAL, che insieme costituiscono l'EARLY-STAGE CAPITAL) o nella fase di sviluppo (EXPANSION CAPITAL). In generale, l'investimento di venture capital riguarda imprese fortemente orientate alla crescita, spesso appartenenti a settori in espansione. I BUSINESS ANGELS sono investitori privati cosiddetti "informali", in quanto si tratta di persone (imprenditori, managers o consulenti) dotate di capitali propri ed esperienza e competenze professionali significative che possono essere messe al servizio di nuove imprese. Sono inoltre investitori che operano con modalità diverse e più flessibili rispetto alle regole vigenti sui mercati azionari o presso gli investitori istituzionali. Infine c'è il segmento dei BUY-OUT. Le operazioni di buy-out riguardano acquisizioni e ristrutturazioni di imprese già esistenti, solitamente di grandi dimensioni, in settori maturi. E' solitamente meno rischioso del segmento del venture capital.

innanzitutto problemi di natura strutturale che impattano sull'organizzazione ed il funzionamento dei mercati dei capitali specializzati. In secondo luogo, può essere cruciale esaminare il ruolo degli intermediari creditizi nell'accesso a strumenti finanziari innovativi da parte delle piccole imprese. A tale riguardo, Ferri, Minetti e Rotondi (2007) ottengono dell'evidenza empirica che supporta la presenza di un'iniziale complementarità tra un rapporto stretto banca-impresa e accesso al capitale di rischio.

L'ACCESSO A FONTI DI FINANZIAMENTO ESTERNE

In Europa il tema dell'accesso delle PMI a strumenti finanziari diversi da quelli tradizionalmente forniti dal sistema bancario è da tempo al centro dell'attenzione. Una delle misure più consistenti sono gli strumenti finanziari stanziati dal Programma per la competitività e l'innovazione 2007-2013, studiati per risolvere il gap di mercato che si verifica nell'accesso delle PMI al capitale di rischio e di debito, compresi il microcredito e il debito mezzanimo. Questi strumenti sono rivolti ai progetti imprenditoriali ancora in fase di valutazione (seed capital) e alle PMI innovative o ad alto potenziale di crescita che non sono ancora mature (seed, start-up o expansion capital). Inoltre, sono previste garanzie per i prestiti concessi alle PMI da parte delle banche. Ci sono poi iniziative congiunte con la Banca Europea degli Investimenti, come JEREMIE, su forme di finanziamento innovative (per ulteriori dettagli si veda la pagina web <http://www.eif.org/jeremie>), "azioni pilota", come il CREA, volte a testare nuovi strumenti finanziari, studi e convegni e conseguenti comunicazioni e proposte della Commissione Europea sui vari aspetti del rapporto tra PMI e sistema finanziario (Per un elenco aggiornato delle relative pubblicazioni si veda il sito della Commissione Europea, <http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/publications.htm>).

Come rappresentato nella **Figura 1**, l'enfasi cade principalmente sull'investimento in capitale di rischio, compreso quello più informale dei business angel e dei venture capitalist che si occupano di imprese non ancora o appena avviate (seed e start-up capital).

scarso uso di forme di finanziamento esterno: sebbene il rapporto tra debiti finanziari e PIL sia contenuto rispetto ai principali Paesi europei (con l'unica eccezione della Germania), il leverage è superiore a quello di Francia e Spagna e appena più basso di quello della Germania. Il leverage, riflettendo principalmente il limitato apporto di capitale di rischio nelle imprese, è una misura importante per delinearne la struttura finanziaria. Inoltre, la composizione dei debiti finanziari rispecchia lo scarso ricorso alle emissioni obbligazionarie da parte delle imprese italiane rispetto a quelle europee. Infine, si evidenzia un minore sviluppo del venture capital in Italia, principalmente dovuto alla scarsa presenza degli investitori istituzionali, come i fondi pensione, e al minore sviluppo dei mercati azionari, che rende meno agevole il disinvestimento. Il **Box** riporta la definizione di venture capital, insieme ad altre che caratterizzano il mercato del capitale di rischio.

Da questi elementi si evince una marcata difficoltà di accesso alle fonti di finanza esterna, come testimoniato da De Caprariis e Guiso (2004). Per quel che riguarda l'accesso delle imprese al finanziamento, l'Italia ottiene un punteggio di 4,10 per il venture capital e 4,39 per il capitale di rischio in una scala da 1 a 10, dove 10 indica la facilità di accesso. I punteggi italiani sono molto più bassi rispetto a quelli della media UE e quasi la metà di quelli registrati dai Paesi nordici. Belli e Giordano (2007) mostrano invece che nel 76,6% delle imprese oggetto della loro indagine il conferimento di capitale di terzi è molto limitato, inferiore al 10 per cento. Inoltre solo le grandi imprese fanno parzialmente eccezione: il 17,6% ha un'elevata apertura a soci esterni, contro il 6,2% delle medie e l'8,1% delle piccole.

Fra i fattori che possono fornire una spiegazione della limitata presenza di capitale di rischio nelle piccole imprese italiane vi sono

Anche l'Italia si è mossa in questa direzione con Industria 2015, il Ddl sulla nuova politica industriale approvato nel settembre 2006. Tra gli altri strumenti, è stato istituito il "Fondo per la Finanza d'impresa", con cui si è voluto innanzitutto razionalizzare le molteplici forme di intervento esistenti: per esempio sono confluite nel nuovo fondo le risorse contenute nei fondi già istituiti per il venture capital. In secondo luogo, è previsto che il fondo si avvalga di interventi volti a favorire la "partecipazione al capitale di rischio delle imprese ... e la partecipazione a operazioni di finanza strutturata", specie per le piccole e medie imprese (confronta articolo 6 del Ddl Industria 2015).

UN MERCATO DEL CAPITALE DEBOLE PER LE MICRO IMPRESE

L'aver individuato tra le varie possibili misure di politica industriale uno strumento che faciliti l'accesso al capitale di rischio soprattutto da parte delle piccole e medie imprese non è casuale: secondo l'EVCA nel 2006 la percentuale di investimenti in private equity rispetto al PIL in Italia (0,33%) è decisamente al di sotto di quella dell'Europa nel suo complesso (0,55%). Solo la Germania registra un valore leggermente inferiore (0,31%),

mentre la Spagna e soprattutto la Francia si attestano su valori superiori (rispettivamente 0,37% e 0,61%).

Con riguardo al segmento del venture capital, l'OCSE (2006) registra nel periodo 2000-2003 una percentuale media di investimenti sul PIL inferiore in Italia (0,08%) rispetto a Germania (0,11%), Francia (0,12%) e Spagna (0,13%) e anche alla media europea (0,14%). Gli Stati Uniti hanno invece investito in operazioni di venture capital lo 0,39% del PIL.

Infine, per quanto concerne le imprese più giovani, che necessariamente sono di dimensioni contenute, nel periodo 1996-2005 la media degli investimenti nel capitale di rischio in rapporto al PIL è stata pari a 0,27% in USA, 0,10% in Europa e solo 0,05% in Italia, secondo quanto riportato dal Rapporto Annuale di Banca d'Italia già citato. Rimanendo in ambito europeo, il mercato italiano del private equity presenta le seguenti caratteristiche:

- crescita costante del numero di operatori nazionali, anche se risultano sensibilmente meno rispetto a quelli presenti in altri Paesi. A ottobre 2007 gli associati AIFI, Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, erano 116, mentre i membri delle rispettive associazioni nazionali erano 239 in Francia, 197 in Germania e solo 90 in Spagna;

- trend crescente per l'ammontare annuo investito complessivamente, inferiore solo a quello francese. Nel 2006 (ultimo dato annuale disponibile) in Italia sono stati investiti più di 3,7 miliardi di euro contro i 10,2 miliardi della Francia. La Germania invece ha investito 3,6 miliardi di euro mentre la Spagna solo 2,8 miliardi di euro;

- raccolta di nuovi capitali in ripresa ma inferiore a quella degli altri Paesi europei. Nel 2006 in Italia sono stati raccolti circa 2,3 miliardi di euro contro i 10,3 miliardi della Francia, i 3,6 miliardi della Spagna e i 2,8 miliardi della Germania;

- raccolta in gran parte proveniente da fonti estere, anche se tale quota si sta riducendo sempre più. Nel 2006 in Italia il 50% della raccolta era costituito da capitali esteri, contro il 39% della Francia e il 44% della Germania. In Spagna invece il 55,7% dei capitali raccolti è di provenienza estera. L'importante quota di raccolta di provenienza estera in Italia da un lato segnala la fiducia internazionale verso il mercato italiano del private equity, dall'altro è sintomo di una scarsa propensione degli investitori italiani verso il capitale di rischio.

La figura 2 sintetizza alcune caratteristiche del mercato nel 2006 (ultimo dato annuo disponibile). Gli operatori di private equity italiani si distinguono per la bassa numerosità di operazioni pro-capite (3 contro le 5 dei colleghi tedeschi, le 8 di quelli spagnoli e le 10 di quelli francesi) e per l'elevato ammontare pro-capite investito nell'anno (35 milioni di euro, secondi solo ai francesi che si attestano a 42 milioni).

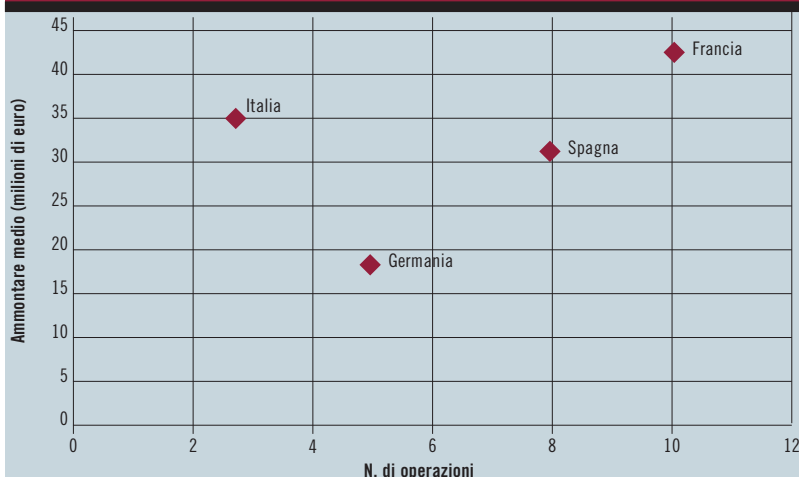
Analogamente, negli ultimi quattro anni il mercato italiano del private equity si è distinto in Europa per un numero esiguo di operazioni all'anno, di ammontare medio elevato, come si evince dalla figura 3.

Negli ultimi 10 anni gli investimenti in capitale di rischio rivolti alle imprese con meno di 20 addetti sono stati in media il 34% del totale, in aumento rispetto al 1997. Tuttavia, come mostra la figura 4, le operazioni in early-stage, che riguardano micro e piccole imprese, sono sensibilmente diminuite rispetto al 1996, sia in termini di numerosità relativa che in termini di ammontare rispetto al totale degli investimenti.

Anche a livello sovranazionale, l'attività di early-stage risulta tradizionalmente debole:

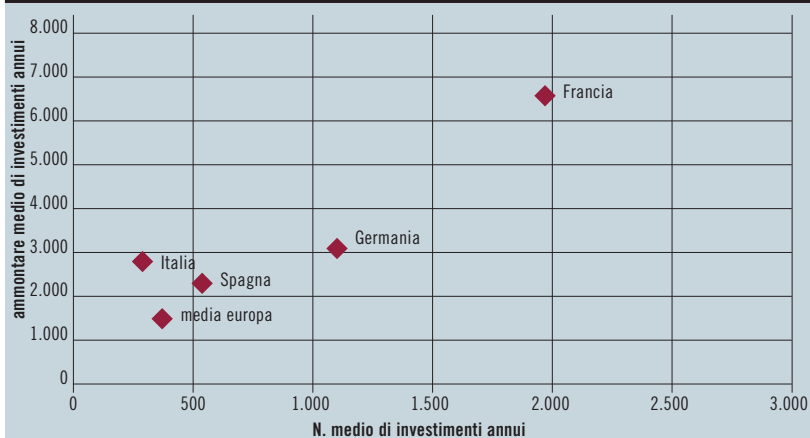


2. POSIZIONAMENTO 2006 (VALORI PRO-CAPITE)



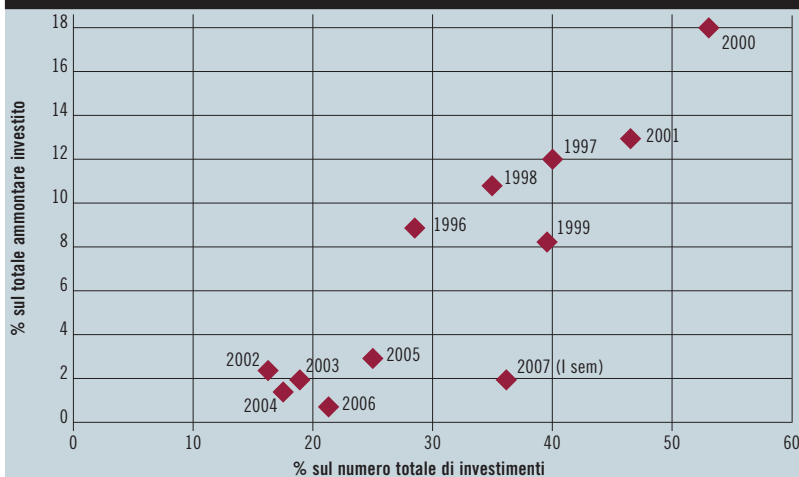
Fonte: nostre elaborazione su dati AFIC, AIFI, ASCRI e BVK

3. POSIZIONAMENTO MERCATO ITALIANO DEL PRIVATE EQUITY 2002-2006



Fonte: nostre elaborazione su dati AFIC, AIFI, ASCRI, BVK e EVCA

4. INVESTIMENTI IN EARLY STAGE (SEED CAPITAL E START-UP)



Fonte: nostre elaborazione su dati AIFI

il numero delle operazioni in Europa è superiore a quello negli Stati Uniti, ma la dimensione media delle operazioni è molto bassa. Ciò suggerisce che il venture capital europeo ha difficoltà nel raggiungere una dimensione dell'investimento adeguata e nel raccogliere capitali una volta che siano stati identificati progetti di valore. I dati relativi al primo semestre 2007 mostrano tuttavia un'inversione di tendenza a livello europeo: in USA sono stati investiti 2,9 miliardi di dollari in 667 operazioni di early-stage, mentre in Europa 704 milioni di euro in 131 operazioni. L'ammontare medio investito in ciascuna operazione è pari a 4,3 milioni di dollari Usa, (circa 3,2 milioni di euro) 5,4 milioni di euro in Europa e 0,7 milioni di euro in Italia. Sembra pertanto che, in parte perché è difficile monitorare i progetti di più piccola dimensione, in parte a causa dei consistenti investimenti di istituzioni come i fondi pensione, gli operatori di venture capital abbiano iniziato a concentrarsi sugli investimenti di più vasta scala.

Il diverso andamento del segmento early-stage sul mercato europeo può essere spiegato da diverse considerazioni. Innanzitutto, le imprese che si trovano nella fase iniziale della loro attività possono non disporre dei tradizionali strumenti esterni di finanziamento, come i prestiti bancari, a causa dei loro flussi di cassa incerti e limitati, della mancanza di garanzie accessorie e di alte asimmetrie informative tra l'imprenditore e i potenziali investitori. A ciò si aggiunga che può esserci un mancato allineamento tra l'interesse dell'operatore di venture capital (di breve-medio periodo) e le prospettive dell'impresa (di più lungo periodo).

Inoltre, il venture capital, compreso il segmento di early-stage, non è solamente un metodo alternativo di finanziamento, quanto una fonte di competenze manageriali per le imprese in cui è presente. Infine, il più alto rischio associato agli investimenti di venture capital (particolarmente nell'attività di early-stage) rispetto a quelli di buy-out, che riguardano principalmente le imprese medio-grandi, potrebbe causare la scarsa profittabilità relativa degli stessi e quindi essere alla base dello sviluppo alquanto limitato del mercato corrispondente.

Secondo la Banca Centrale Europea i ren-

5. POLITICHE DEL PROGRAMMA PER LA COMPETITIVITÀ E L'INNOVAZIONE E STRUMENTI FINANZIARI

dimenti degli investimenti dei fondi europei di venture capital durante il periodo 1994-2003 sono stati in media dell'8,3% annuo, mentre i fondi di buyout hanno generato un rendimento pari al 12,7 per cento. Nello stesso periodo i fondi di early-stage hanno avuto rendimenti scarsi, pari a solo l'1,3 per cento. I corrispondenti valori nello stesso periodo negli USA sono stati decisamente maggiori sia per gli investimenti in venture capital che per i buyout (25,4% e 7,8% rispettivamente). In particolare, gli investimenti in early-stage hanno reso il 37 per cento.

IL FLOP DEL CAPITALE DI RISCHIO

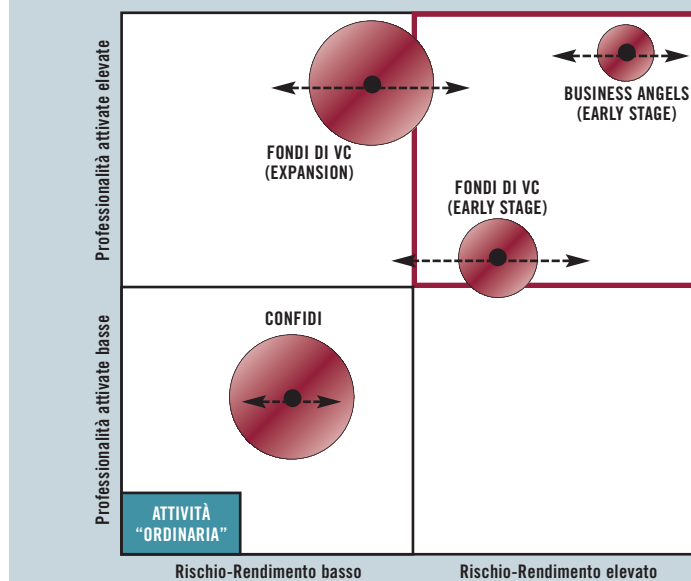
Come sottolinea il rapporto finale (2005) del Working Group on Venture Capital promosso congiuntamente dal Dipartimento al Commercio USA e dalla DG Imprese e Industria della Commissione Europea, è oramai indubbia la presenza di un fallimento del mercato nelle attività di early-stage. Il fallimento di mercato ostacola l'incontro tra domanda e offerta di capitale di rischio, soprattutto per quanto riguarda le micro e piccole imprese.

La figura 2, tratta dal Rapporto UniCredit Banca sulle Piccole Imprese (2006), illustra tramite un approccio multidimensionale le ragioni di questo fallimento. Il mercato del capitale (di debito e di rischio) per le piccole imprese può essere segmentato lungo tre dimensioni:

1. il profilo rischio-rendimento;
2. il livello delle professionalità necessarie nella gestione delle operazioni;
3. la massa critica che deve essere costituita.

Nella figura 5 il grado di professionalità necessario nella gestione di operazioni è rappresentato lungo l'asse verticale mentre il profilo rischio-rendimento associato alle singole operazioni lungo l'asse orizzontale. Il profilo di rischio-rendimento è rappresentato per semplicità con dei punti, ma in realtà sarebbe più corretto tracciare degli intervalli – le frecce orizzontali bi-direzionali disegnate in figura – di cui il punto rappresenta solo una media. Infatti, esistono sovrapposizioni e aree di contiguità rispetto agli schemi di finanziamento qui discussi.

Infine, il diametro dei cerchi rappresenta la massa critica, intesa come totalità dei fondi



Fonte: Rapporto UniCredit Banca sulle Piccole Imprese (2006)

disponibili per finanziare le operazioni, tenuto conto delle caratteristiche quali-quantitative del mercato di riferimento.

Dalla combinazione delle tre dimensioni citate scaturisce una rappresentazione matriciale, in cui è possibile collocare le operazioni di finanziamento delle piccole imprese.

In caso di profili relativamente bassi di rischio-rendimento e di professionalità richieste (quadrante in basso a sinistra), le operazioni sono realizzabili tramite il capitale di debito, eventualmente assistito da una garanzia collettiva. Infatti, tipicamente si tratta di operazioni caratterizzate da una struttura finanziaria sufficientemente omogenea, tali da non necessitare il coinvolgimento di elevate professionalità.

I restanti quadranti riguardano invece i finanziamenti a titolo di capitale di rischio, che presentano differenti profili. In particolare, distinguiamo tra operazioni di expansion, di early-stage con investimento formale (fondi di venture capital) e di early stage con investimento informale (business angel).

Le operazioni di expansion fanno riferimento a un segmento che il mercato del private equity può soddisfare in quanto le masse critiche realizzabili sono considerevoli. Pertanto, non comportano il fallimento di mercato rilevato per le operazioni di

early stage.

Le operazioni di early-stage hanno in generale un profilo rischio-rendimento di per sé sufficiente ad attirare risorse finanziarie. Tuttavia, nel caso delle micro e piccole imprese il taglio medio delle operazioni è così basso che risulta molto difficile attirare l'interesse di un fondo di private equity che persegua un rendimento adeguato per i propri investitori. Inoltre, la gestione professionale dell'attività delle micro e piccole imprese in cui il capitale di rischio è investito può richiedere specifiche competenze, non necessariamente di facile reperimento. Per questi motivi, il rischio insito in tali investimenti è molto forte e potrebbe compromettere seriamente il rendimento atteso medio per operazione. Da qui deriva il fallimento di mercato e il conseguente mancato investimento in micro e piccole imprese nella fase iniziale della loro attività.

Fin qui si è analizzato il lato dell' "offerta". Che ne è del lato della "domanda"? I piccoli imprenditori, le piccole imprese tipicamente familiari, sono disposti a mutare gli assetti consolidati, lasciandosi alle spalle un finanziamento pressoché esclusivamente a titolo di debito, in favore di un finanziamento che abbia anche una componente di capitale di rischio, con l'importante corollario dell'ingresso di investitori ester-

ni? Esistono spazi d'azione (anche potenziali) per una banca?

Per cercare di rispondere a questa domanda, UniCredit Banca (2006) ha condotto un'indagine campionaria su 2.303 micro e piccole imprese. Partendo dagli aspetti critici e dalle problematiche relative al fabbisogno di capitale proprio da parte di tali imprese, abbiamo raccolto alcune prime indicazioni su un possibile nuovo ruolo bancario in questo ambito.

La maggioranza dei piccoli imprenditori intervistati è risultata favorevole alla partecipazione della banca al capitale di rischio (52,1% del campione), con un dato omogeneo su tutte le regioni italiane. Analogamente è abbastanza unanime il parere degli intervistati circa la fase in cui è utile che la banca compia questa operazione, ossia in una fase di crescita dell'attività (27,9% del campione). A seguire, la fase di inizio attività (14,2%) e quella di riorganizzazione (5,6%). Poco più dell'1% richiederebbe un aiuto per l'accesso ai mercati esteri o per gli investimenti in alta tecnologia.

Al di là di quelle che sono preferenze "dichiarate" (rispecchianti condizioni soggettive), gli intervistati sono stati via via selezionati per identificare gli imprenditori che potrebbe avere i requisiti necessari per essere buoni destinatari di interventi di private equity. Le tre condizioni oggettive utilizzate per identificare l'impresa "idonea" sono:

- crescita o previsione di crescita, ossia un generico aumento di fatturato, clienti o dipendenti,
- presenza di un imprenditore disposto a rinunciare al pieno controllo dell'azienda pur di avere opportunità di crescere,
- sottodimensionamento dell'impresa rispetto al potenziale di mercato.

Le imprese con potenzialità di crescita rappresentano il 77,5% del campione. Tuttavia, solo il 39,3% degli intervistati è disposto a rinunciare alla propria autonomia decisionale pur di crescere, rafforzando il proprio livello di patrimonializzazione tramite un finanziamento (35,7%) o aprendosi all'ingresso di un nuovo socio (3,5%). Con riferimento a questo sottocampione, il 67,7% vede la banca come un buon socio finanziatore, data la probabilità di ottenere maggiore solidità patrimoniale o migliori prospettive di crescita. I contrari, pur rico-

noscendo al private equity un ruolo utile e pur essendo in possesso dei requisiti "chiave", non sono di fatto disposti a consentire l'ingresso della banca come socio, vuoi per timore di perdere la propria autonomia decisionale, vuoi perché non ritengono che ciò possa aiutarli a risolvere i propri problemi, vuoi perché preferiscono relazionarsi con una persona fisica. Da notare che il termine "finanziamento", qui utilizzato ancora in forma generica, sia stato poi declinato in "partecipazione al capitale di rischio". Il dato fondamentale è tuttavia un altro: solo per il 16,8% degli imprenditori si registra il requisito di sottodimensionamento rispetto al mercato potenziale di riferimento. Per concludere, occorre capire cosa effettivamente sia disposto a fare l'imprenditore. La rilevanza dell'individualismo imprenditoriale emerge con chiarezza: tra i 387 imprenditori risultati "idonei" al private equity, 58 non sono disposti a intraprendere azioni rischiose, né a condividere con la banca la gestione dell'azienda, denunciando così un approccio sostanzialmente conservatore nel comportamento. Altri 204 intendono sì attuare strategie di crescita, ma accettano di rischiare in proprio pur di mantenere il pieno controllo dell'azienda. Infine, "solo" 89 imprenditori (pari al 3,9% del campione iniziale) sono disposti a rinunciare al controllo totale dell'attività pur di avere la possibilità di crescere. Nonostante tale risultato possa apparire quantitativamente limitato, esso è altamente significativo, in quanto si riferisce al mondo delle micro e piccole imprese, cioè delle imprese che sia in termini numerici che di valore aggiunto costituiscono in gran parte il tessuto imprenditoriale italiano e per le quali, per di più, esiste un sostanziale fallimento nel mercato del capitale di rischio.

... E SUE POSSIBILI SOLUZIONI

Una possibile risposta al fallimento di mercato è, da un lato potenziare l'attività dei business angel, dall'altro creare una partnership di soggetti privati (operatori di private equity, associazioni di categoria, consorzi fidi e banche) e pubblici (enti locali, nazionali e comunitari) che a vario titolo sono interessati alla nascita e crescita di nuove imprese.

Il ricorso ai business angel presenta evi-

denti vantaggi per le imprese nella fase iniziale di attività in quanto consente termini negoziali più flessibili e meno stringenti e aiuti a carattere operativo (dai contatti con nuovi clienti e personale qualificato a puro e semplice incoraggiamento). Inoltre esistono delle sinergie tra i business angel e gli operatori di venture capital: i primi forniscono sostegno ai secondi ricercando e valutando nuovi progetti, pertanto aumentando il numero delle start-up e incrementando il flusso delle operazioni per gli investitori di venture capital. D'altro canto, i business angel possono favorire l'impresa che vuole crescere nel processo di contrattazione con gli operatori di venture capital, facendole ottenere migliori condizioni. Infine, grazie all'entrata del venture capital nell'impresa, i business angel possono realizzare il loro investimento.

Affinché questo circolo virtuoso possa concretizzarsi è necessario che vi sia la partecipazione di vari soggetti, ciascuno con un ruolo specifico. In particolare, le banche possono sostenere il processo di nascita e crescita di nuove imprese attraverso due canali: fornendo il capitale di debito, ma soprattutto facendosi promotrici e coordinatrici della partnership tra i soggetti privati e pubblici coinvolti nel processo. Un mercato che si ispira a questo tipo di ruolo per la banca è il Mercato degli Investimenti Alternativi (AIM) a Londra. Infatti, le piccole e medie imprese possono quotarsi su tale mercato solo grazie all'introduzione da parte di un advisor, principalmente una banca, che le "accompagna" verso nuove forme di finanziamento. Questa esperienza è stata di recente introdotta anche in Italia con il Mercato Alternativo del Capitale (MAC) che tuttavia si rivolge a medie imprese.

Pertanto esiste ancora un ruolo per le banche nel facilitare l'accesso al capitale di rischio per le imprese di minori dimensioni, data l'iniziale complementarità tra un rapporto stretto banca-impresa e strumenti finanziari innovativi.

Questo articolo riprende e sviluppa le tesi originariamente formulate nel cap. 6 ("Vi è uno spazio nuovo per il capitale di rischio nel 'capitalismo dei piccoli?") pp. 167-196 del Rapporto UniCredit Banca sulle Piccole Imprese, III ed. 2006/2007: "Il Credito del territorio e la banca". Il gruppo di lavoro è così composto: Francesca Bartoli, Serena Frazzoni, Franco Mosconi (Responsabile scientifico), Massimiliano Riggi, Zeno Rotondi.