

Il commercialista telematico

Analisi finanziarie per il venture capital

Basilea 2: una sfida per il venture capital

a cura di: Dott.ssa Valentina Baldacci

Introduzione

Alla luce del Nuovo Accordo sul Capitale intitolato “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*”¹, il presente elaborato si pone l’obiettivo di valutarne i possibili effetti sui finanziamenti concessi alle piccole medie imprese innovative a titolo di capitale di rischio, per opera dei *venture capitalists*.

L’Accordo di Basilea 2², emanato a giugno 2004 dal Comitato di Basilea che ha sede nell’omonima città Svizzera, regolerà nel prossimo futuro il mercato del *lending* e del *borrowing*, rivoluzionando e ponendo al centro il concetto di rischio, in una veste molto più ampia e complessa. È composto da tre Pilastri fondamentali intitolati rispettivamente “*Minimum Capital Requirements*” (Requisiti patrimoniali minimi), “*Supervisory Review Process*” (Processo di controllo prudenziale), e “*Market discipline*” (Disciplina di mercato).

Il Nuovo schema di regolamentazione andrà a modificare il processo di gestione e allocazione del capitale da parte delle banche, soprattutto in riferimento alle novità contenute nel primo Pilastro. Prevede infatti, non più un accantonamento generico pari all’8% del capitale erogato, indipendentemente da chi è la controparte creditizia (come previsto dal precedente Accordo del 1988, Basilea 1), ma requisiti patrimoniali proporzionali al rischio specifico che l’istituto di credito deve fronteggiare.

Le banche entro la fine del 2006/fine 2007³ dovranno adottare sistemi di misurazione dei rischi⁴ basati sul concetto di *rating*⁵, che potranno essere sia esterni, cioè forniti da società specializzate come *Standard & Poor’s* o *Moody’s*, oppure calcolati all’interno della banca tramite proprie specifiche modalità.

I diversi Approcci previsti da Basilea 2 differiscono per il grado di complessità e per la metodologia con cui vengono assegnati i *rating*: si parla infatti di un *Metodo Standard*, più semplice e simile all’Accordo vigente, contrapposto a *Metodi IRB*, più complicati. Sarà quindi la valutazione della singola controparte creditizia, e in particolar modo il suo grado di rischiosità (determinato da coefficienti quali la *probability of default*, l’*exposure at default*, la *loss given default* e la *maturity*⁶) a determinare l’ammontare di capitale di vigilanza che la banca dovrà detenere a copertura dei rischi assunti. Il patrimonio dunque, in

¹ Cfr. BIS (2004), in www.bis.org.

² È così definito in quanto è una revisione dell’accordo precedentemente siglato nel 1988, noto come Basilea 1. Cfr. Metelli (2003).

³ Le date differiscono in riferimento alla complessità dei modelli gestionali da implementare. Per approfondimenti si rinvia a BIS (2004), in www.bis.org.

⁴ Oltre al rischio di credito è stato introdotto il rischio operativo e nuove modalità di calcolo del rischio di mercato; si parla infatti di “attivo ponderato per il rischio”. Cfr. BIS (2004), in www.bis.org.

⁵ Il *rating* viene quindi riconosciuto come misura effettiva di rischio, da utilizzarsi per determinare l’assorbimento di capitale. Cfr. Metelli (2003).

⁶ Sono i quattro elementi che entrano a far parte della formula per la determinazione dell’attivo ponderato per il rischio. Cfr. BIS (2004), in www.bis.org.

qualità di risorsa scarsa e onerosa, assoggetterà le banche ad un vincolo che può tradursi nella necessità di ridurre l'attivo, oppure di ricomporlo a favore di attività meno rischiose⁷.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, istituito nel 1974 dai Governatori delle banche centrali dei paesi appartenenti al G10⁸, e che opera in seno alla Banca dei Regolamenti Internazionali (*BIS*), non ha potere legislativo ma formula semplicemente delle proposte che dovranno essere poi recepite all'interno degli Stati, tramite proprie leggi nazionali. Di fatto il primo Accordo sull'adeguatezza patrimoniale delle banche (Basilea 1) è stato attuato da oltre 100 Paesi, e anche per Basilea 2 si prevede e si auspica un'aderenza di massa da parte dell'intero sistema bancario⁹, soprattutto all'interno della Comunità Europea.

Vista la portata rivoluzionaria del Nuovo Accordo, soprattutto a livello Europeo sono stati condotti degli studi di impatto sul sistema bancario e industriale con particolare riferimento ai finanziamenti a titolo di capitale di debito¹⁰, tralasciando, per mancanza di dati relativi agli approcci più sofisticati, il segmento dei finanziamenti a titolo di capitale di rischio.

Dall'analisi di Basilea 2, proprio in riferimento a questa ultima categoria di investimenti, in particolare quelli di *private equity* e *venture capital*¹¹, emergono dei requisiti patrimoniali sbalorditivi, rispetto ai quali l'*European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA)* ha più volte espresso perplessità. I coefficienti prudenziali applicati a questo tipo di esposizione, elevati dal Comitato sopra i livelli correnti per tener conto del rischio associato, potrebbero condurre secondo una stima dell'*EVCA*¹² ad una riduzione dei fondi disponibili per il *private equity*¹³ compresa tra i 5-10 miliardi di euro. Si parla infatti di aumenti di circa 3-4 volte il requisito attuale: i coefficienti di ponderazione sono passati dal 100% (corrispondente ad un requisito patrimoniale dell'8%) al 300% come soglia minima prevista con il *Metodo della Ponderazione Semplice*, fino ad un tetto del 400% previsto con gli *Approcci IRB*¹⁴.

Le banche giocano un ruolo fondamentale nel finanziamento delle imprese europee, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni, attraverso la fornitura di capitale di rischio

⁷ Cfr. Metelli (2003).

⁸ I Paesi che fanno parte del G10 sono: Stati Uniti, Giappone, Gran Bretagna, Canada, Francia, Germania, Lussemburgo, Spagna, Svizzera e Italia. Mentre il Comitato di Basilea accoglie oltre ai funzionari delle autorità di vigilanza dei Paesi del G10, anche quelli di Belgio, Svezia e Paesi Bassi. Cfr. BIS (2004), in www.bis.org.

⁹ Nel corso del 2003 invece gli Stati Uniti hanno dichiarato di voler applicare la norma solo alle grandi banche attive internazionalmente, mentre India e Cina sembrano non volere aderire all'Accordo, contro il parere della Comunità Europea che vuole evitare condizioni di disparità concorrenziali tra aree geografiche. Cfr. Metelli (2003).

¹⁰ Cfr. Basel Committee on banking supervision (2003), in www.bis.org/bcbs/qis/qis3.htm.

¹¹ Sono tipologie particolari di investimenti nel capitale di rischio (capitale azionario). Per approfondimenti si veda paragrafo 2.1 del primo capitolo.

¹² Cfr. EVCA (2003, a), in www.evca.com.

¹³ Nel concetto di *private equity*, secondo la definizione europea, è inclusa l'attività di *venture capital*, per cui talvolta questi due termini vengono usati come sinonimi. Cfr. Zambelli (2001).

¹⁴ Cfr. BIS (2004), in www.bis.org, e EVCA (2003, a), in www.evca.com.

per mezzo delle società attive in questo ambito. Visto che un quarto dei fondi raccolti in Europa per il finanziamento del *private equity* e *venture capital* provengono dagli istituti di credito¹⁵, con un picco del 52% in Italia, i timori di una contrazione dei fondi raccolti è un prospettiva piuttosto preoccupante. Se per le banche investire nei fondi di *PE/VC* diventerà più oneroso evidentemente preferiranno abbandonare, almeno in parte, questo ramo di attività.

Le imprese innovative soprattutto, PMI (poiché oltre l'80% degli investimenti di *PE/VC* si dirigono verso aziende con meno di 200 dipendenti¹⁶), fondano almeno i primi anni di vita su questa tipologia di finanziamenti, visto che l'accesso al credito bancario è loro precluso¹⁷. Il *venture capital*, in senso stretto, rappresenta infatti l'attività di investimento nel capitale di rischio di imprese nuove o di recente costituzione (tramite l'acquisizione di un pacchetto azionario), ad elevato contenuto innovativo, al fine di supportarne il primo sviluppo¹⁸ (finanziamento dell'*early stage*¹⁹).

L'attività di *venture capital* consiste inoltre, non solo nel finanziare imprese/progetti innovativi, ma a questo spesso si affianca un supporto gestionale che si concretizza in servizi di consulenza e assistenza finanziaria e manageriale, oltre che nella possibilità di usufruire di una rete solida di contatti già avviati con altre istituzioni²⁰. Il rischio connesso a tale operazione è molto elevato, ovvio per cui che il ritorno dell'investimento deve essere altrettanto sostanzioso: le partecipazioni sono infatti acquisite con la prospettiva di ottenere un cospicuo *capital gain* in seguito alla dismissione.

Come testimoniato da una ricerca svolta dall'*EVCA*²¹, le imprese *venture-backed* hanno dichiarato “*essere stato un ingrediente essenziale il finanziamento ricevuto a titolo di capitale di rischio per la loro nascita, sopravvivenza e crescita*”, e addirittura che “*senza il venture capital non sarebbero potute esistere*”²². Vista l'importanza di questa attività per la nascita e lo sviluppo di imprese innovative, e l'infondatezza di requisiti patrimoniali così elevati, l'*EVCA* ha più volte sollecitato il Comitato di Basilea a rivedere l'Accordo. Poiché infatti l'investimento di *venture capital* avviene nella maggioranza dei casi tramite lo strumento dei fondi mobiliari, è possibile diversificare la base d'investimento (finanziando più imprese contemporaneamente, e più stadi di sviluppo), e quindi ridurre di molto il rischio connesso, soprattutto se confrontato invece con un investimento diretto.

¹⁵ Cfr. *EVCA* (2003, a), in www.evca.com. Si veda inoltre *tabella 1* del primo capitolo.

¹⁶ Cfr. *EVCA* (2003, a), in www.evca.com.

¹⁷ Mancano delle garanzie reali e soprattutto manca una gestione passata che testimoni il buon operato.

¹⁸ Cfr. Zambelli (2001).

¹⁹ Per approfondimenti si rinvia al paragrafo 2.4 del primo capitolo.

²⁰ Cfr. Zambelli (2001).

²¹ L'indagine ha come riferimento 364 imprese europee che nel corso del 1995-2001 hanno ricevuto fondi di *venture capital* sia nelle prime fasi di sviluppo che successivamente in quella di espansione. Cfr. *EVCA* (2002, b), in www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_37_att_333.pdf.

²² Cfr. *EVCA* (2002, b), in www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_37_att_333.pdf.

Dallo studio condotto da *Weidig e Mathonet*²³ è emerso appunto che, mentre un investimento diretto di *private equity* ha una probabilità di perdita totale pari al 30%, l'investimento tramite i fondi ha una probabilità di perdita totale pari all'1%, che addirittura si azzera nel caso di un fondo di fondi. Per cui sarebbe almeno necessario che il Comitato avesse previsto requisiti patrimoniali diversi a seconda del grado di diversificazione, cosa che invece non è stata fatta.

Se da un lato diversi studi, tra cui il *Quantitative Impact Study 3*²⁴ promosso dallo stesso Comitato di Basilea, hanno testimoniato un generale miglioramento per le imprese che verranno incluse nel segmento "PMI"²⁵, e ancora di più per quelle inserite nel segmento "retail"²⁶, per quanto concerne i finanziamenti a titolo di capitale di rischio sono invece emerse enormi preoccupazioni.

Le imprese innovative, soprattutto se *start-up*, che trovano già adesso difficoltoso l'accesso ai finanziamenti, con Basilea 2 vedranno peggiorare ulteriormente la loro situazione. Non sarà più possibile rivolgersi al capitale di debito perché otterrebbero *rating* pessimi, e quindi nessuna banca potrebbe trovare conveniente finanziarle, e se non bastasse, sarà più difficile rivolgersi anche al capitale di rischio.

Come si vedrà successivamente per le imprese, soprattutto PMI²⁷, i timori circa l'inasprimento dei costi del credito possono essere mitigati dalla presenza di strumenti come i "Confidi"²⁸, rivolgendo un'attenzione maggiore alla gestione finanziaria e alla programmazione delle risorse, e ancora, promuovendo un'autodiagnosi in riferimento agli indicatori di bilancio oggetto della valutazione di *rating*. Quest'ultimo aspetto risulta di fondamentale importanza visto che è principalmente sulla capacità d'impresa di produrre reddito e liquidità disponibile, sia presente che futura, che si costruisce la valutazione di *rating*. Per questo motivo, il bilancio e i piani aziendali rappresenteranno nel prossimo futuro i documenti per accreditare l'impresa nei confronti dei propri finanziatori²⁹.

Per le imprese altamente innovative che vorranno rivolgersi al capitale di rischio, in particolare ai fondi di *PE/VC*, la situazione è invece più critica. Anche in presenza di alcuni miglioramenti apportati dalla proposta di Direttiva Europa (*CAD III*) che attuerà Basilea 2

²³ Cfr. Weidig, Mathonet (2004), in www.evca.com/images/attachments/tmpl_26_art_94_att_499.pdf.

²⁴ Cfr. Basel Committee on banking supervision (2003), in www.bis.org/bcbs/qis/qis3.htm. Si vedano inoltre gli studi promossi da Unioncamere (2004) e da Prometeia (2004), nei paragrafi 3 e 4 del quarto capitolo.

²⁵ Per le quali è previsto un "fattore di aggiustamento" in funzione della dimensione, che riduce il requisito patrimoniale al di sotto dell'8%. Cfr. Basel Committee on banking supervision (2003), in www.bis.org/bcbs/qis/qis3.htm.

²⁶ È il segmento "crediti al dettaglio" all'interno del quale possono essere inclusi anche "i prestiti alle piccole aziende a condizione che l'esposizione totale del gruppo bancario nei confronti della piccola impresa sia inferiore a €1 milione". Cfr. BIS (2004), in www.bis.org.

²⁷ Visto che rappresentano più del 99% delle imprese europee. Cfr. Observatory of European Smes (2003, c), in www.europa.eu.int/comm/enterprise.

²⁸ In qualità di prestatori di garanzia. Per approfondimenti si veda il paragrafo 5 del quinto capitolo.

²⁹ Cfr. Honyvem (2004), in www.honyvem.it.

in Europa³⁰, più coerente con il nostro tessuto industriale³¹, l'attività di *PE/VC* rispetto al presente subirà molto probabilmente una contrazione³².

Ciò premesso il presente elaborato sarà così strutturato: il capitolo iniziale farà da introduzione ai concetti di Basilea 2 e all'attività di *venture capital*, facendo emergere un primo collegamento circa la temuta riduzione dei fondi a sostegno delle imprese innovative.

Successivamente nel secondo capitolo si analizzerà il contesto europeo, all'interno del quale verrà attuata la Nuova Normativa, caratterizzato dalla presenza massiccia di imprese di piccole e medie dimensioni, e il relativo impatto.

Con il terzo e quarto capitolo si entrerà nel vivo della discussione sul tema centrale, e cioè il timore di una riduzione dei fondi a disposizione del *private equity/venture capital* in seguito all'applicazione dei coefficienti di ponderazione previsti da Basilea 2 per le esposizioni azionarie. I dati sulle imprese *ventured-backed*, e sul profilo di rischio di questa attività, chiariranno e giustificheranno le critiche mosse dall'*EVCA* nei confronti del Nuovo Accordo.

Infine l'ultimo capitolo sarà dedicato alle raccomandazioni alle imprese per affrontare il nuovo quadro normativo evidenziando gli strumenti sui quali puntare per non arrivare impreparati alla data di attivazione. Questo sarà svolto sia in riferimento alle PMI che si rivolgono al credito bancario sia per le *start-up* che si rivolgono invece al capitale di rischio (principalmente al *venture capital*), per le quali le prospettive non sono di certo rosee.

Cap 1. Finanziamento dell'innovazione

1. Introduzione

Con l'espressione *venture capital* si intende la partecipazione al capitale di rischio in un'azienda giovane o di nuova costituzione, da parte di operatori finanziari specializzati, che si realizza solitamente attraverso la sottoscrizione o l'acquisto di azioni dell'impresa, o di titoli obbligazionari convertibili in azioni. Inoltre l'investitore offre anche esperienze professionali, competenze tecnico-manageriali, e una rete di contatti con altre istituzioni finanziarie³³. Economicamente, il fine ultimo del *venture capitalist* è realizzare guadagni in

³⁰ Cfr. European Commission (2004, c), in www.europa.eu.int/comm/internal_market/regcapital/index_en.htm

³¹ *CAD III* ha infatti ridotto parzialmente i coefficienti di ponderazione previsti per le esposizioni azionarie, differenziandoli a seconda del grado di diversificazione del portafoglio d'investimento. Cfr. European Commission (2004, c), in www.europa.eu.int/comm/internal_market/regcapital/index_en.htm.

³² Come stimato dall'*EVCA*, nonostante l'impatto positivo che ha avuto nel contesto europeo, e non solo. Cfr. *EVCA* (2003, a), in www.evca.com.

³³ Cfr. Del Giudice, Gervasoni (2002).

seguito allo smobilizzo delle partecipazioni, e quindi, “*al pari dell'imprenditore, ha l'obiettivo di conseguire considerevoli guadagni in conto capitale nel lungo termine*”³⁴.

Negli Stati Uniti esso è una realtà diffusa e consolidata mentre in Italia è solo a partire dal 1998 che si può cominciare a parlare di fenomeni di *venture capital* nel senso originario della definizione, in concomitanza con il *boom* della cosiddetta *new economy*³⁵.

L'investitore istituzionale è interessato a progetti con elevate potenzialità di sviluppo, per i quali la concessione di capitali può accelerare il processo di creazione di valore³⁶. Si tratta di imprese innovative che difficilmente potrebbero ricorrere ad altre tipologie di finanziamento, essendo sprovviste di una storia passata che testimoni il loro operato, e quindi di garanzie.

Alla soluzione del problema del finanziamento delle innovazioni rispondono gli interventi che rientrano nelle attività di *merchant banking*, di *venture capital* e dei cosiddetti “fondi chiusi”³⁷. Attivi nel nostro paese a partire dal 1993, i fondi chiusi, sono oggi lo strumento finanziario più utilizzato per la raccolta di capitali presso investitori istituzionali, tra cui le banche ricoprono un ruolo fondamentale con percentuali in Europa non inferiori al 24% dei fondi raccolti, percentuale che raggiunge il 52% in Italia³⁸.

Le banche giocano perciò un ruolo cruciale nel finanziare le imprese europee (principalmente PMI), fornendo loro capitale di rischio attraverso società di *private equity* e *venture capital*³⁹.

È da questa prima semplice considerazione che scaturiscono i timori in seguito alla redazione del Nuovo Accordo di Basilea 2, che entrerà in vigore a partire dalla fine del 2006/fine 2007⁴⁰, ma che già ha attirato l'attenzione di molti autori e in *primis* dell'EVCA (*European Private Equity & Venture Capital Association*).

Il Nuovo Accordo di Basilea intitolato “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*”⁴¹, pubblicato il 26 giugno 2004, andrà a sostituire l'Accordo precedente che risale al 1988 (Basilea 1). Il nuovo Accordo modifica la normativa precedente sull'adeguatezza patrimoniale delle banche che imponeva un accantonamento, sotto forma di capitale di vigilanza, pari all'8% delle attività detenute

³⁴ Cfr. AIFI (2000, b), in www.aifi.it.

³⁵ “*Precedentemente gli interventi a sostegno alle nuove imprese erano quasi tutti riconducibili all'intervento pubblico*”. Cfr. Votta (2003), Del Giudice e Gervasoni (2002).

³⁶ Cfr. Votta (2003).

³⁷ Cfr. Corigliano (2001). Per approfondimenti sui fondi chiusi si veda il paragrafo 2.2.1 del presente capitolo, e si rinvia inoltre a Gervasoni (2000).

³⁸ Cfr. EVCA (2003, a), in www.evca.com.

³⁹ Cfr. EVCA (2003, a), in www.evca.com. Per approfondimenti sui concetti di *private equity* e *venture capital* si rinvia al paragrafo 2.1 del presente capitolo.

⁴⁰ Cfr. Pmifinance (2004), in www.pmifinance.com.

⁴¹ Per il testo di Basilea 2 si veda BIS (2004), in www.bis.org.

indipendentemente dal grado di rischio che le caratterizzava⁴². La novità principale che viene introdotta ruota attorno al concetto di “attivo ponderato per il rischio”: ogni attività che la banca detiene ha un suo grado di rischio, e sulla base di coefficienti prestabiliti viene calcolato quanto accantonare sotto forma di capitale di vigilanza.

*“I lavori di perfezionamento dell’Accordo (intrapresi a partire dalla fine degli anni Novanta) hanno l’obiettivo di promuovere e migliorare la sicurezza e la solidità del sistema finanziario, di incentivare sistemi sempre più accurati nelle misurazioni del rischio che porteranno all’adozione di criteri di adeguatezza patrimoniale opportunamente sensibili al rischio insito nelle operazioni di una banca”*⁴³. Dunque un obiettivo del tutto ragguardevole, ma che ad avviso di molti in *primis* l’EVCA⁴⁴, non ha tenuto in considerazione gli effetti negativi che questo potrà implicare sui finanziamenti a titolo di capitale di rischio.

I coefficienti da applicare alle esposizioni azionarie, previsti dal Nuovo Accordo, risultano essere fortemente penalizzanti in quanto compresi tra il 24% e il 32%, contro l’8% richiesto dalla normativa attualmente in vigore. Ma la cosa ancora più sconcertante è che un investimento in *equity*, indipendentemente dalla “qualità” dell’impresa *target*, viene sempre considerato peggiore di un investimento con un *rating* pari a “B-”⁴⁵, cioè avente un alto grado di incertezza e una bassa capacità di rimborso⁴⁶.

Si è a conoscenza del fatto che l’obiettivo del Nuovo Accordo non è certamente quello di penalizzare gli investimenti di *venture capital* e *private equity*, di fatto esiste il rischio reale che esso riduca il flusso di capitale di rischio a disposizione delle imprese innovative, come stimato dall’EVCA⁴⁷.

Data l’importanza che ricopre il *venture capital* come finanziamento dell’innovazione, e per la concessione di *know-how*, un primo obiettivo del presente capitolo è quello di analizzare il funzionamento dell’operazione in esame, il suo sviluppo, e i suoi benefici⁴⁸.

Un secondo obiettivo è analizzare il Nuovo Accordo, Basilea 2, pubblicato nel 2004, confrontandolo con il precedente (1988), facendo emergere la problematica che probabilmente investirà il *venture capital*.

⁴² Cfr. Accordo di Basilea 1 (1988), in www.bis.org. Per approfondimenti sul concetto di capitale di vigilanza si rinvia a Metelli (2003).

⁴³ Cfr. Metelli (2003).

⁴⁴ Per approfondimenti si rinvia al paragrafo 3.6.1 del presente capitolo.

⁴⁵ Cfr. ABI (2003), in www.abi.it.

⁴⁶ Per approfondimenti si veda Metelli (2003).

⁴⁷ L’EVCA ha stimato una perdita compresa tra i 5 e i 10 miliardi di euro. Cfr. EVCA (2003, a), in www.evca.com.

⁴⁸ Per approfondimenti si vedano i dati sulle imprese *ventured-backed* in EVCA (2002, b), in www.evca.com.

Per chiarire questi due punti bisogna soffermarsi dapprima sul ruolo del *venture capitalist* come “fornitore di capitale paziente”⁴⁹, oltre che di competenze manageriali fondamentali per le imprese innovative soprattutto se “*start-up*”⁵⁰. Si andrà quindi a spiegare in breve quali sono i soggetti che investono nel capitale di rischio, quali sono le aziende *target*, come si svolge il finanziamento e quali sono le modalità di disinvestimento a disposizione del finanziatore. A questo sarà dedicato il secondo paragrafo.

Successivamente si andrà ad analizzare, nel terzo paragrafo, il Nuovo Accordo di Basilea, le principali modifiche apportate, ed infine gli effetti che si presuppone avrà sul sistema industriale italiano ed europeo, con particolare attenzione alle ripercussioni sugli investimenti *High Risks*.

2. Il venture capital

2.1. Definizione e scopo

*“Agli inizi degli anni Ottanta, con il termine venture capital si definiva l’apporto di capitale azionario, o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, da parte di operatori specializzati, in un’ottica temporale di medio-lungo termine, effettuato nei confronti di imprese non quotate e con elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato. La partecipazione veniva generalmente intesa come temporanea, minoritaria e finalizzata, attraverso il contributo congiunto di know-how non solo finanziario, allo sviluppo dell’impresa, all’aumento del suo valore ed alla possibilità di realizzare un elevato capital gain in sede di dismissione”*⁵¹.

La definizione di cui sopra rimane valida tutt’oggi per quanto riguarda l’acquisizione di partecipazioni in imprese innovative, in ottica temporale di medio-lungo periodo, con l’obiettivo di creare maggiore valore nell’impresa finanziata, e successivamente una plusvalenza data dalla vendita delle azioni, mentre le altre caratteristiche possono variare⁵².

Oggi, secondo la prassi più diffusa negli *USA*, l’attività di investimento nel capitale di rischio è definita nella sua globalità attività di “*private equity*”, suddivisa a sua volta in *venture capital* e operazioni di *buy out*⁵³.

⁴⁹ Con il termine “capitale paziente” si intende il capitale di rischio, che solitamente viene rimborsato nel lungo periodo. Cfr. AIFI (2000, a), in www.aifi.it.

⁵⁰ Si tratta di imprese al primo stadio di sviluppo.

⁵¹ Cfr. AIFI (2003), in www.aifi.it.

⁵² Cfr. AIFI (2003), in www.aifi.it.

⁵³ Con il termine “*buy out*” si intendono i finanziamenti effettuati al management o a un nuovo gruppo dirigenziale, nell’intento di favorire il cambiamento alla guida dell’impresa; solitamente tale operazione avviene nelle fasi di

In Europa si distingue tra *venture capital*, ossia il finanziamento di nuove imprese, e *private equity* riferito invece ad operazioni di investimento a favore di aziende già operanti o che abbiano concluso la fase di avvio⁵⁴.

“Le aziende di *venture capital* prediligono il finanziamento di piccole imprese ad alto potenziale di sviluppo, soprattutto se in fase iniziale, non escludendo però interventi in fase di espansione, sviluppo e ristrutturazione”⁵⁵, per questo a volte, i due termini sopra distinti vengono usati come sinonimi.

L’acquisizione di partecipazioni da parte del *venture capitalist* ha carattere temporaneo, perché avviene con l’intenzione di procedere ad un loro successivo smobilizzo in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo (tendenzialmente 5/10 anni), nella speranza di conseguire un guadagno in conto capitale (*capital gain*), costituito dalla differenza tra il valore di assunzione delle partecipazioni e quello della loro successiva cessione sul mercato⁵⁶. Poiché l’obiettivo è realizzare guadagni in seguito allo smobilizzo delle partecipazioni, tali soggetti, investono solo in imprese con elevate prospettive di sviluppo, oltre che di rendimento⁵⁷.

L’investimento avviene, generalmente, con l’acquisto di una pacchetto azionario di minoranza, tale per cui, l’imprenditore che ha avuto l’idea innovativa può continuare a detenere il controllo dell’impresa: il fine dell’intervento infatti non è la sostituzione del *management*, ma il concedere una serie di supporti, finanziari e non, che di fatto rendono possibile una crescita aziendale molto più rapida e consistente⁵⁸.

La partecipazione al capitale di rischio, al contrario di forme più tradizionali di finanziamento, come il ricorso al capitale di debito, richiede uno stretto rapporto di collaborazione tra l’imprenditore e l’investitore istituzionale, poiché entrambi si troveranno a condividere il rischio d’impresa. Come già ricordato sopra, l’investitore apporta, oltre al capitale, anche competenze professionali, finanziarie, di *marketing*, e una rete di contatti utili con altri investitori e/o istituzioni finanziarie⁵⁹.

I primi esempi di *private equity* si sono registrati negli Stati Uniti a partire dagli anni Quaranta, con l’attività pionieristica di investimento effettuata da ricchi investitori privati, come *Rockefeller*. Dopo i primi anni di successi americani, l’attività di *venture capital* progressivamente si è sviluppata in Europa, dapprima in Gran Bretagna, poi in Germania, in Francia, nei paesi Scandinavi e successivamente anche in Italia⁶⁰.

espansione e maturità. Per ulteriori approfondimenti si veda il paragrafo 2.4 del presente capitolo, e si rinvia inoltre a Zambelli (2001).

⁵⁴ Cfr. Votta (2003).

⁵⁵ Cfr. Votta (2003).

⁵⁶ Cfr. Zambelli (2001).

⁵⁷ Cfr. Del Giudice, Gervasoni (2002).

⁵⁸ Cfr. Votta (2003).

⁵⁹ Cfr. AIFI (2000, a), in www.aifi.it.

⁶⁰ Cfr. Zambelli (2001).

Alcune ricerche hanno dimostrato che *“le imprese venture backed corrono più veloci rispetto alle migliori società europee e americane, e ciò a dimostrazione del fatto che l’attività di investimento nel capitale di rischio contribuisce allo sviluppo del sistema industriale e quindi dell’economia nel suo complesso”*⁶¹.

2.2. Categorie di investitori

Costruire un’impresa dal nulla richiede una disponibilità di capitale di rischio spesso elevata, oltre che un’attenzione particolare alla scelta della fonte più appropriata che risulta fondamentale per la realizzazione del nuovo progetto⁶².

All’interno della categoria dei soggetti operanti nel settore del capitale di rischio vengono collocati⁶³:

- *Investitori istituzionali* nel capitale di rischio (società di *venture capital*, *merchant bank*, finanziarie di partecipazione, aziende di assicurazione, fondi pensione, fondi comuni di investimento chiusi⁶⁴). Tali investitori effettuano investimenti in aziende tramite l’assunzione, la gestione e il successivo smobilizzo di partecipazioni, prevalentemente di minoranza e in società non quotate, prestando congiuntamente servizi di consulenza finanziaria, legale, fiscale. Gli investitori istituzionali possono essere distinti in operatori privati, aventi l’obiettivo di realizzare un guadagno in conto capitale, e operatori pubblici, aventi lo scopo di perseguire finalità sociali⁶⁵;
- *Business angels* che da molti anni operano nel mercato anglosassone, ma che, solo in tempi più recenti, hanno cominciato ad operare anche in Europa. *“Il business angel è un investitore privato informale, tipicamente persona fisica che apporta capitale di rischio a piccole imprese in fase di avviamento o di primo sviluppo”*⁶⁶. Con il termine investitore “informale” si vuole sottolineare il fatto che, ancora oggi, i *business angels* non operano all’interno di un mercato regolamentato (pur esistendo a livello internazionale un’associazione sottoforma di un *network* informatico). Si tratta, nella maggior parte dei casi, di persone in grado di fornire, oltre che capitali, anche un’esperienza consolidata nel campo manageriale, come per esempio imprenditori in attività o in pensione, liberi professionisti, e così via⁶⁷;

⁶¹ Per ulteriori approfondimenti vedi AIFI (2000, a), in www.aifi.it, e EVCA (2002, b), in www.evca.com.

⁶² Cfr. AIFI (2000, a), in www.aifi.it.

⁶³ Cfr. Zambelli (2001).

⁶⁴ Per approfondimenti si veda il paragrafo 2.2.1 del presente capitolo.

⁶⁵ Cfr. Zambelli (2001).

⁶⁶ Cfr. Del Giudice, Gervasoni (2002).

⁶⁷ Per ulteriori approfondimenti si veda Del Giudice, Gervasoni (2002).

- *Corporate venture capitalists*. Si tratta di grandi gruppi industriali che acquisiscono partecipazioni di PMI altamente tecnologiche, per mezzo delle quali possono addentrarsi in nuovi segmenti e mercati, ottenendo benefici dal punto di vista dello sfruttamento di sinergie industriali e operative. Tali gruppi hanno interesse ad assumere partecipazioni, anche di minoranza, con lo scopo di importare e sviluppare poi al proprio interno nuove tecnologie, senza dover sopportare elevati costi di struttura. Non è raro che, a differenza degli investitori istituzionali, il grande gruppo industriale che attua operazioni di *venture capital* possa anche avere come obiettivo finale l'assunzione del controllo della partecipata⁶⁸;
- *Banche*. In Europa una parte non trascurabile delle risorse finalizzate a operazioni di *venture capital* proviene dal sistema bancario. Sempre più spesso le banche promuovono la creazione di fondi chiusi, che permettono loro di investire attraverso una struttura separata rispetto alla casa madre. Diverso è il caso delle istituzioni bancarie che, al proprio interno, creano divisioni specializzate negli investimenti in capitale di rischio⁶⁹. L'esigenza di creare nuove possibilità di profitto, oltre che di offrire ai propri clienti una gamma di servizi più ampia, ha determinato un crescente interesse da parte del settore bancario nel capitale di rischio tanto che oggi raggiungono una percentuale pari al 52% dei fondi raccolti in Italia⁷⁰.

2.2.1. I fondi mobiliari chiusi

“*I fondi di investimento mobiliari chiusi sono intermediari finanziari che raccolgono capitali, attraverso l'emissione di quote, per poi gestirli in comune professionalmente*”⁷¹. Il fondo viene definito “chiuso” perché non è concesso ai sottoscrittori delle quote di riscattarle in qualsiasi momento, ma solo ad una scadenza predefinita: questo garantisce ai gestori del fondo la disponibilità di un determinato ammontare di capitali per un periodo di tempo medio-lungo⁷².

Il fondo chiuso risulta dunque particolarmente idoneo a investimenti con orizzonti temporali protesi, tipici dell'attività di *private equity* e *venture capital*. Una volta che i capitali sono stati raccolti, quindi dopo la sottoscrizione e il versamento delle quote,

⁶⁸ Per ulteriori approfondimenti si veda Zambelli (2001), Del Giudice, Gervasoni (2002).

⁶⁹ Cfr. Zambelli (2001).

⁷⁰ Cfr. EVCA (2003, a), in www.evca.com.

⁷¹ Cfr. Gervasoni (2000).

⁷² Cfr. AIFI (2000, a), in www.aifi.it.

vengono canalizzati verso aziende prevalentemente non quotate e con elevate prospettive di sviluppo, attraverso l'acquisizione di partecipazioni azionarie⁷³.

È importante sottolineare che il *venture capitalist* investe solo in minima parte fondi propri, infatti, la maggior parte delle risorse utilizzate per finanziare i progetti innovativi selezionati, proviene da privati o da altri investitori istituzionali (banche⁷⁴, compagnie assicurative, fondi pensione, ecc.) che sottoscrivono le quote di un fondo comune di investimento (fondo chiuso, appunto), appositamente creato e gestito dalla società di *venture capital*.

Generalmente le società di gestione del fondo gestiscono 3 o 4 fondi alla volta, in modo da differenziare gli investimenti lungo l'intero ciclo di sviluppo delle imprese, in modo da ripartirne i rischi specifici connessi. Così, per esempio, possono gestire un fondo adibito prevalentemente all'investimento in *seed* o *start-up financing*, uno adibito principalmente all'investimento in *expansion financing* e uno adibito alla realizzazione di operazioni di *management buy-out*⁷⁵.

I fondi chiusi svolgono un ruolo di estremo rilievo, rappresentando in tutto il mondo il principale strumento attraverso il quale si effettuano investimenti in capitale di rischio: essi svolgono una fondamentale funzione nella canalizzazione del risparmio verso le piccole-medie imprese, avvicinandole al mercato dei capitali e accelerandone il processo di crescita⁷⁶.

2.3. L'innovazione come base per l'investimento di venture capital, e il problema delle asimmetrie informative

“Nell'attuale economia caratterizzata da una competitività sempre più accresciuta ed estesa a livello globale, l'innovazione intesa in senso ampio includendo cioè innovazione di prodotti, di processo e organizzativa, sta assumendo un ruolo centrale nello sviluppo economico”⁷⁷.

Se l'innovazione è una componente fondamentale della competitività, oggi più che mai, è necessario che all'abilità dell'imprenditore di gestire le risorse a disposizione si affianchi anche la possibilità di accedere al credito e alla finanza in genere⁷⁸. L'innovazione costituisce infatti il piedistallo di un qualsiasi intervento di *venture capital* che abbia

⁷³ Cfr. Gervasoni (2000).

⁷⁴ “In Europa prevale la fonte bancaria, mentre negli USA le fonti sono diversificate con la prevalenza dei fondi pensione, con una quota di circa il 40% negli ultimi 20 anni”. Cfr. Bresolin (2004), in <http://venus.unive.it/cde/040507BresolinVE.pdf>.

⁷⁵ Per la trattazione degli *stage financing* si veda il paragrafo 2.4 del presente capitolo.

⁷⁶ Per ulteriori approfondimenti sui fondi chiusi si veda Zambelli (2001), Gervasoni (2000).

⁷⁷ Cfr. Bresolin (2004), in <http://venus.unive.it/cde/040507BresolinVE.pdf>.

⁷⁸ Per ulteriori approfondimenti si veda Bresolin (2004), in <http://venus.unive.it/cde/040507BresolinVE.pdf>.

l'obiettivo di aiutare l'impresa *target* nella creazione di valore e, attraverso la vendita della partecipazione acquisita, all'ottenimento di un guadagno in conto capitale. La conclusione positiva dell'investimento può realizzarsi solo se il progetto finanziato si è sviluppato in modo da essere appetibile al mercato di riferimento⁷⁹.

L'attività di *venture capital*, è una realtà recente in Italia, come testimoniato dall'*EVCA*, al contrario degli *USA*, dove tale fenomeno è già da tempo sviluppato, con una predilezione verso le imprese che operano nei settori tecnologicamente avanzati, mentre in Europa si investe per lo più nei settori tradizionali. I dati confermano l'affermazione di cui sopra: l'investimento totale (63,9 miliardi di dollari) degli *USA* nei settori avanzati nel 2000 è cresciuto del 119% ed è di gran lunga superiore a quello Europeo (9,2 miliardi di dollari)⁸⁰.

Il problema principale nell'investire in imprese innovative, pur con forti potenzialità di crescita, è l'esistenza, fra *venture capital* e imprese finanziate, di grosse asimmetrie informative, che possono causare diversi problemi sia prima, che dopo la concessione del finanziamento. Nelle operazioni di *venture capital*, in senso stretto, il problema dell'informazione asimmetrica risulta ulteriormente complicato dal fatto che non esiste una storia alle spalle dell'impresa, per cui l'abilità dell'imprenditore costituisce una determinante essenziale per il successo dell'operazione. Infatti, il rendimento finale dell'operazione, oltre a essere incerto, dipende in gran parte dalla capacità dell'imprenditore di portare a termine il progetto finanziato, nonché dal livello di impegno profuso nello sviluppo dello stesso. Questi elementi sono molto difficili sia da valutare *ex ante*, sia da controllare *ex post*⁸¹.

Il *venture capitalist*, a causa di tali asimmetrie informative, corre un duplice rischio:

- *Ex ante*, rischia di selezionare in modo inefficiente gli investimenti da effettuare in termini di rischio e di rendimento (*adverse selection problem*);
- *Ex post*, rischia che l'impresa finanziata ponga in essere comportamenti sleali (*moral hazard* dell'imprenditore);

È possibile ridurre le asimmetrie informative effettuando un'attenta ricerca e valutazione preliminare, attraverso un'analisi quantitativa e qualitativa del *business plan* fornito dall'impresa *target*, e in secondo luogo svolgendo un esame più puntuale (da un punto di vista contabile, finanziario, legale, fiscale e ambientale) di tutta la documentazione e le informazioni concernenti l'impresa suddetta⁸² (*due diligence*).

⁷⁹ Cfr. Del Giudice, Gervasoni (2002).

⁸⁰ Cfr. Bresolin (2004), in <http://venus.unive.it/cde/040507BresolinVE.pdf>.

⁸¹ Cfr. Zambelli (2001).

⁸² Cfr. Zambelli (2001).

2.4. Stage financing

Come già si è detto sopra, gli investimenti di *venture capital* sono orientati a finanziare progetti innovativi, generalmente di lungo periodo e perciò caratterizzati da elevata incertezza dei risultati, da un alto rischio per quanto concerne la remunerazione⁸³, e da notevoli asimmetrie informative fra *venture capitalist* e imprese finanziate con riferimento ai progetti innovativi pianificati nel *business plan*⁸⁴.

Per riuscire a gestire più efficacemente l'elevato rischio di perdita e l'incertezza informativa, i *venture capitalists* di solito tendono ad elaborare strategie di *stage financing*, diluendo l'ammontare richiesto in una serie di fasi a seconda degli obiettivi di sviluppo che si sono raggiunti⁸⁵.

Il ciclo di finanziamento di un'impresa, a seconda del ruolo svolto dal *venture capital* in una determinata fase aziendale, può essere scisso nelle seguenti fasi⁸⁶:

- *Early stage financing* è un finanziamento effettuato nelle prime fasi di vita dell'impresa, se non addirittura per tradurre in attività imprenditoriale un'idea o un progetto ritenuto altamente innovativo. In tale categoria rientrano le operazioni di: *seed financing* (sperimentazione del prodotto), *start-up financing* (avvio dell'impresa), e *first stage financing* (è il finanziamento della prima fase di sviluppo del prodotto, quando l'attività produttiva è già stata avviata e si attende un riscontro da parte dei consumatori).
- *Expansion financing* è una fase successiva, in quanto costituisce un finanziamento per imprese già operanti e affermate allo scopo di incentivarne lo sviluppo e la crescita dimensionale, nonché la quotazione in borsa. Si tratta di investimenti meno rischiosi, rispetto a quelli realizzati nelle fasi iniziali, e in Europa rappresentano il comparto più importante dell'attività di *private equity*. Generalmente, all'interno dei finanziamenti dell'espansione si includono: *second stage financing* (è la seconda fase di sviluppo), *third stage financing* (consolidamento dello sviluppo) e *fourth stage/bridge financing* (per favorire la corretta patrimonializzazione in vista della quotazione in borsa).

Oltre all'*early stage* e all'*expansion financing* esistono altre operazioni finanziarie di investimento nel capitale di rischio: *turnaround financing*, *replacement financing* e *buy-out*.

⁸³ Il *payoff* finale di tutta l'operazione dipende in gran parte dall'abilità e dall'impegno dell'imprenditore finanziato nel portare a termine il progetto di sviluppo previsto. L'elevata rischiosità è dimostrata anche dall'elevato tasso di fallimento degli investimenti effettuati in nuove imprese. L'evidenza empirica dimostra che più del 50% delle imprese costituite fallisce nei primi 5 anni di vita. Cfr. Zambelli (2001).

⁸⁴ Per approfondimenti sul *business plan* si rinvia a Del Giudice, Gervasoni (2002), e al paragrafo 4 del quinto capitolo.

⁸⁵ Cfr. Zambelli (2001).

⁸⁶ Per ulteriori approfondimenti si veda Zambelli (2001), Votta (2003).

Il *turnaround financing* è rivolto alle imprese in difficoltà economiche e, finalizzato al recupero di situazioni di crisi finanziarie. L'impresa viene rilevata da una società o da un gruppo con l'obiettivo di favorirne la ristrutturazione mediante l'apporto di nuovi capitali e competenze professionali.

Il *replacement financing* è un finanziamento finalizzato alla ristrutturazione della compagine azionaria, tramite la fuoriuscita dei soci di minoranza in disaccordo con le strategie aziendali, o che tendono a frenare lo sviluppo aziendale. L'investitore istituzionale, in questo caso, acquisisce la partecipazione azionaria del socio uscente.

Il *buy-out* ricomprende qualsiasi operazione di acquisizione d'impresa, tramite il rilevamento del pacchetto di controllo, o dell'intero capitale sociale, da parte di soggetti terzi rispetto ai proprietari. A seconda del soggetto rilevante, è possibile distinguere tre categorie fondamentali: *investor buy-out (IBO)* se l'acquirente è un investitore istituzionale, *management buy-out (MBO)* se è il gruppo manageriale a sostituirsi ai precedenti azionisti, *employees buy-out (EBO)* se i protagonisti sono i dipendenti dell'impresa, e *leveraged buy-out (LBO)* se l'acquisizione della società è effettuata prevalentemente attraverso il ricorso al capitale di debito⁸⁷.

2.5. Modalità di disinvestimento

Il ciclo di vita dell'operazione di finanziamento (*venture capital cycle*) si conclude con la liquidazione dell'investimento, ossia la cessione della partecipazione. Questa è una fase estremamente delicata perché è dal suo esito che può realizzarsi o meno il guadagno in conto capitale, che è lo scopo fondamentale dell'investimento da parte del *venture capitalist*⁸⁸.

Dal punto di vista delle modalità di uscita da parte dell'investitore, diversi sono i canali utilizzabili, che dipendono sia dalla tipologia di azienda, sia dai risultati raggiunti, che dal momento attraversato dal mercato borsistico⁸⁹. Oltre alla scelta del canale adeguato risulta fondamentale la valutazione del momento più opportuno per realizzare la liquidazione.

Fermo restando l'obiettivo di massimizzare il ritorno sull'investimento, lo smobilizzo può avvenire secondo tre modalità⁹⁰:

- La *quotazione in Borsa* dei titoli dell'impresa partecipata attraverso un'offerta pubblica di vendita (OPV). Rappresenta nella maggior parte dei casi la modalità

⁸⁷ Per una trattazione completa sul *leveraged buyout* in Italia si veda Zambelli (2005).

⁸⁸ Cfr. Zambelli (2001).

⁸⁹ Cfr. Del Giudice, Gervasoni (2002).

⁹⁰ Per ulteriori approfondimenti si veda Zambelli (2001), Del Giudice, Gervasoni (2002).

più ambita, anche se d'altra parte comporta il sostenimento di costi non indifferenti;

- La *vendita dei titoli ad un'altra impresa (trade sale)* o a un altro investitore. È una via che spesso viene utilizzata quando le imprese finanziate non hanno ancora raggiunto una fase di maturità, per cui non risulterebbe conveniente quotarla sul mercato. Si preferiscono allora altre forme quali appunto la cessione, la fusione e altre tipologie di accorpamento con ulteriori imprese. Le acquisizioni risultano essere una modalità di liquidazione “dolorosa” in quanto i soci fondatori rischiano di perdere il controllo dell'impresa;
- Il *riacquisto della partecipazione* da parte del gruppo imprenditoriale originario (tale modalità può essere prevista contrattualmente nel caso in cui si verificano impedimenti nella liquidazione dell'investimento), dei soci di maggioranza oppure del *management* della partecipata;

L'azzeramento della partecipazione (*write off*), a seguito della sua totale perdita di valore, non rappresenta di fatto una vera e propria alternativa di disinvestimento, poiché è la conseguenza di alcuni eventi negativi, e non una scelta al pari delle altre⁹¹.

Infine può capitare che il processo di disinvestimento venga realizzato attraverso il “*passaggio del testimone*” da un investitore all'altro: si verifica soprattutto quando l'impresa non è ancora pronta per essere affidata al mercato, ma necessita di ulteriori capitali e conoscenze per proseguire il suo processo di crescita. In alternativa può capitare che l'investitore originario consideri concluso il suo compito e voglia cedere la sua partecipazione ad un nuovo soggetto specializzato nelle fasi successive di sviluppo⁹².

3. Basilea 2

3.1. La storia di Basilea

Il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria istituito, nel 1974, dalle banche centrali dei paesi appartenenti al G10⁹³, con sede nell'omonima città, opera in seno alla Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI o *BIS*), un'organizzazione internazionale che ha lo scopo di promuovere e favorire la stabilità monetaria e finanziaria, e la collaborazione fra

⁹¹ Cfr. Del Giudice, Gervasoni (2002).

⁹² Cfr. Del Giudice, Gervasoni (2002).

⁹³ I Paesi che fanno parte del G10 sono: Stati Uniti, Giappone, Gran Bretagna, Canada, Francia, Germania, Lussemburgo, Spagna, Svizzera e Italia. Mentre il Comitato di Basilea accoglie oltre ai funzionari delle autorità di vigilanza dei Paesi del G10, anche quelli di Belgio, Svezia e Paesi Bassi. Cfr. BIS (2004), in www.bis.org.

le banche⁹⁴. Il Comitato è formato dalle autorità di vigilanza sul sistema bancario dei seguenti paesi: Belgio, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Usa⁹⁵. È un organismo di consultazione e non ha potere legislativo, ma formula proposte e linee guida orientate ad estendere la regolamentazione di vigilanza a tutte le istituzioni bancarie (nel maggior numero possibile di paesi) e, ad assicurare la stabilità del sistema nel suo complesso⁹⁶.

Nel 1988 è stato stipulato il primo accordo sull'adeguatezza patrimoniale delle banche (Basilea 1), al quale hanno poi preso parte altri Paesi (oggi sono oltre 100 gli aderenti) e che si fonda su due principi:

1. ogni attività che la banca detiene comporta l'assunzione di un certo grado di rischio;
2. tale rischio deve essere quantificato e garantito dal capitale (capitale di vigilanza⁹⁷);

Basilea 1 imponeva alle banche di accantonare capitale almeno nella misura dell'8% delle attività in essere, allo scopo di garantire la stabilità della banca stessa. Ciò significa che i finanziamenti concessi alle imprese, a prescindere dall'effettivo livello di rischiosità stimato dalla banca (è questo il punto fondamentale che Basilea 2 modificherà), richiedono la disponibilità di 8 euro di capitale per ogni 100 euro prestati.

Secondo l'*Osservatorio Permanente Basilea 2*, l'accordo del 1988 presentava dei limiti rilevanti⁹⁸: *“l'8% di accantonamento può essere giudicato troppo per una controparte poco rischiosa e, viceversa, troppo poco per una controparte giudicata rischiosa. La quantità di capitale assorbito era ritenuta poco sensibile al rischio, e ciò, nonostante alcuni correttivi introdotti negli anni successivi”*⁹⁹.

Nel 2001 il Comitato di Basilea ha pubblicato il documento *“The New Basel Capital Accord”*, un documento di consultazione per definire la nuova regolamentazione in materia di requisiti patrimoniali delle banche. L'obiettivo finale era quello di arrivare, attraverso il confronto con le autorità di vigilanza dei vari paesi ed una serie di indagini quantitative, ad un testo definitivo entro la fine del 2003¹⁰⁰.

Di fatto i tempi si sono allungati e il Nuovo Accordo, Basilea 2¹⁰¹, è stato emanato il 26 giugno 2004 con la conseguenza che slitteranno anche i tempi per la sua attuazione: il

⁹⁴ Cfr Metelli (2003).

⁹⁵ Per ulteriori approfondimenti si veda Gatti (2004), in www.planconsulting.it.

⁹⁶ Cfr. Metelli (2003).

⁹⁷ Per ulteriori approfondimenti si veda Metelli (2003).

⁹⁸ Cfr. Osservatorio Permanente Basilea 2 (2004), in www.basilea2.com.

⁹⁹ Per approfondimenti sulle successive modifiche/correzioni del testo di Basilea si rinvia a D'Agostino (2003).

¹⁰⁰ Cfr. Osservatorio Permanente Basilea 2 (2004), in www.basilea2.com.

¹⁰¹ Per il testo del Nuovo Accordo si rinvia a BIS (2004), in www.bis.org.

Comitato di Basilea ha stabilito che l'introduzione della normativa sia collocata tra la fine del 2006 e la fine del 2007¹⁰².

3.2. Perché è utile Basilea 2?

Il Nuovo Accordo sul Capitale di Basilea, che è solo uno dei traguardi raggiunti nel corso degli anni con lo scopo di sviluppare e migliorare il sistema creditizio, non può essere confinato al contesto economico dei Paesi aderenti, in quanto, data la sua portata innovativa e secondo la volontà dello stesso Comitato, tende all'universalità del suo riconoscimento¹⁰³.

*“I cambiamenti strutturali avvenuti negli anni Novanta nell'industria finanziaria internazionale (l'intensificarsi della concorrenza, l'innovazione tecnologica e normativa, la globalizzazione dei mercati) hanno mostrato i limiti dell'attuale quadro normativo di vigilanza sulle banche (Basilea 1) basato su una rappresentazione semplificata dell'attività bancaria, e della rischiosità aziendale, che non rispecchia più la complessità e la dinamicità della realtà odierna”*¹⁰⁴.

La globalizzazione dei mercati, e quindi il venir meno di tutte le frontiere commerciali nei diversi settori, ha obbligato il mondo economico a darsi forme di autoregolamentazione: *“anche il settore creditizio e finanziario dovrà dirigersi verso regole e schemi che disciplinino il mercato ormai unificato del lending e del borrowing”*¹⁰⁵. Fanno eccezione gli Stati Uniti che hanno dichiarato, in diverse occasioni nel corso del 2003, di avere l'intenzione di applicare la norma solo alle grandi banche attive internazionalmente¹⁰⁶.

Proprio per evitare che il sistema economico-produttivo collassi, è stata avvertita sempre più l'esigenza di scongiurare il fallimento delle banche. La soluzione, dal punto di vista del Comitato, risiede nel costituire un livello minimo di capitale che protegga le banche dalle perdite inattese (*unexpected losses*) e possa fare fronte ad eventuali crisi.

Il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale ha degli obiettivi fondamentali, che sono¹⁰⁷:

1. favorire la stabilità finanziaria, riducendo la probabilità di insolvenza al di sotto della soglia dello 0,5%, al fine di limitare le crisi sistemiche;
2. definire requisiti patrimoniali più adatti alle specifiche situazioni di prestito;
3. sviluppare un sistema di monitoraggio, di misurazione e gestione dei rischi;

¹⁰² Cfr. Pmifinance (2004), in www.pmifinance.com.

¹⁰³ Cfr. D'Agostino (2003).

¹⁰⁴ Cfr. Metelli (2003).

¹⁰⁵ Cfr. D'Agostino (2003).

¹⁰⁶ Cfr. Metelli (2003).

¹⁰⁷ Per approfondimenti si rinvia a D'Agostino (2003).

In pratica con Basilea 2 verranno rivisti gli *standard* patrimoniali, alla luce del maggior peso che verrà dato alle banche in merito alla valutazione dei rischi a cui sono esposte, con l'obiettivo di raffinare la capacità di percezione e gestione di questi ultimi¹⁰⁸.

3.3. Da Basilea 1 a Basilea 2: cos'è cambiato

Il lavoro di revisione del precedente impianto normativo, che risale al 1988, trova compimento alla fine degli anni Novanta con la nascita della nuova proposta di revisione dell'Accordo (Basilea 2), il cui testo definitivo però, frutto di miglioramenti apportati dalla collaborazione tra Comitato, organismi di vigilanza e banche, è stato emanato solo il 26 giugno scorso¹⁰⁹.

I contenuti del nuovo accordo si basano su tre "pilastri" fondamentali:

1. *Requisiti patrimoniali minimi*. Il nuovo Accordo prevede che rimanga invariato il coefficiente minimo richiesto dell'8%, mentre cambia il modo in cui le banche calcolano i rischi connessi alle attività in essere¹¹⁰;
2. *Controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale*. Le banche dovranno adottare sistemi interni di valutazione e previsione dell'adeguatezza patrimoniale, mentre è compito delle Banche Centrali vigilare sulla corretta applicazione della normativa, intervenire con azioni correttive per evitare riduzioni di capitale al di sotto del limite previsto, e infine imporre una copertura superiore laddove lo ritengano opportuno¹¹¹;
3. *Requisiti di trasparenza delle informazioni*. Il terzo pilastro riguarda la Disciplina di Mercato, e consiste nel far sì che le banche introducano un sistema informativo più efficace ed efficiente, sia in termini di trasparenza riguardo la propria situazione economico-finanziaria, sia in termini di adeguatezza che di frequenza delle informazioni fornite¹¹²;

In conclusione, il Nuovo Accordo sul capitale prevede due principali innovazioni:

- viene introdotto il concetto di rischio operativo, a fianco dei già noti rischi di credito e di mercato, tra gli elementi base del calcolo del requisito patrimoniale;
- viene modificata la metodologia di calcolo del rischio di credito¹¹³ (*figura 1*).

¹⁰⁸ Cfr. D'Agostino (2003).

¹⁰⁹ Cfr. Metelli (2003). Per il testo del Nuovo Accordo si rinvia a BIS (2004), in www.bis.org.

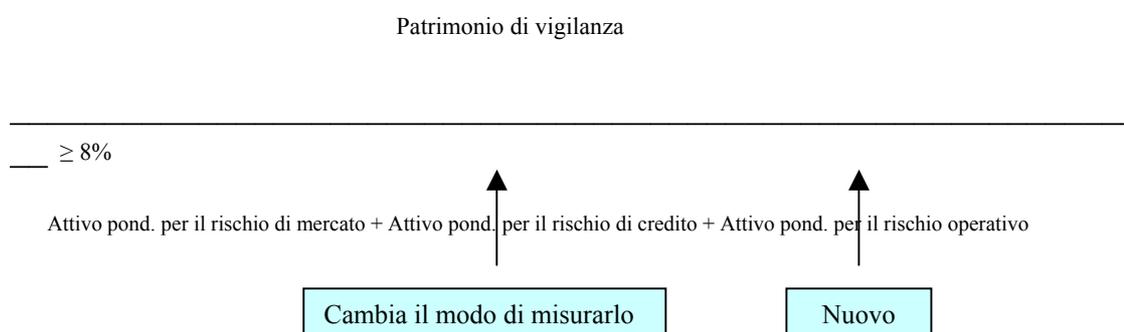
¹¹⁰ Cfr. Gatti (2004), in www.planconsulting.it. Per approfondimenti si veda il paragrafo 3.4 del presente capitolo.

¹¹¹ Cfr. D'Agostino (2003).

¹¹² Cfr. D'Agostino (2003).

¹¹³ Cfr. Metelli (2003).

Figura 1 **I cambiamenti proposti da Basilea 2 nell'ambito della misurazione dei rischi**



Fonte: Metelli “Basilea 2: che cosa cambia” (2003)

3.4. Primo pilastro: 3 metodi per il calcolo del rischio di credito

Il primo pilastro si riferisce ai Requisiti patrimoniali Minimi, ed è in sostanza un affinamento della misura prevista dall’Accordo del 1988 (Basilea 1), in quanto focalizzato sugli stessi elementi base¹¹⁴:

- il patrimonio di vigilanza, definito secondo regole comuni (il numeratore);
- le attività ponderate per il rischio (il denominatore);
- il rapporto tra il patrimonio di vigilanza e l’attivo ponderato per il rischio (il *total capital ratio*);

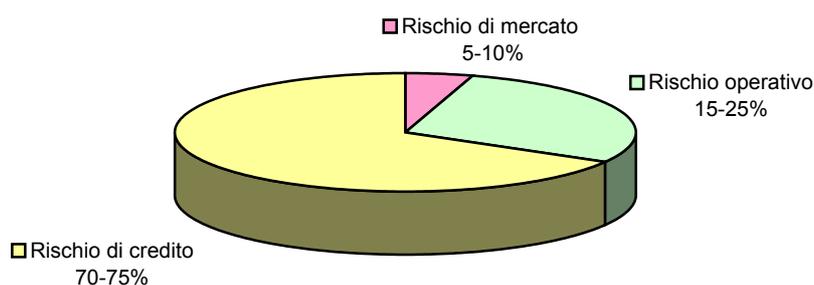
La prima novità introdotta, è che ora si tiene conto, accanto al rischio di mercato, anche del rischio operativo (“*il rischio di perdite dirette o indirette risultanti dall’inadeguatezza o dalla disfunzione di procedure, risorse umane e sistemi interni, oppure di origine esterna*”¹¹⁵) e di un nuovo metodo di calcolo del rischio di mercato (cambia solo il modo di misurarlo in quanto era già presente).

La *figura 2* fornisce un’indicazione stimata dall’assorbimento patrimoniale successivo al Nuovo Accordo.

Figura 2 **Evoluzione dell’assorbimento di patrimonio (per tipologia di rischio) del sistema bancario**

¹¹⁴ Cfr. Metelli (2003).

¹¹⁵ Cfr. Metelli (2003).



Fonte: Metelli

“Basilea 2: che cosa cambia” (2003)

In secondo luogo, per il rischio di credito, le banche potranno utilizzare metodologie diverse di misurazione dei rischi, in base all'utilizzo del *rating*¹¹⁶, che può essere interno o esterno: le agenzie internazionali quali per esempio *Standard & Poor's*, *Moody's Investor Service*, forniscono dietro compenso *rating* esterni, che sono però poco diffusi nel nostro paese, in quanto molto onerosi oltre che di difficile comprensione, mentre alle banche è concessa la facoltà di calcolare in proprio *rating* interni, con costi nulli per chi richiede il finanziamento¹¹⁷.

Le banche si possono avvalere di due criteri distinti (che poi vedremo essere tre in quanto il secondo criterio è scisso in due) per la determinazione del rischio di credito:

1. il criterio *Standard (Standard Approach)* che è molto simile al sistema attuale, introdotto da Basilea 1, infatti prevede che le banche continuino a classificare le proprie attività, secondo criteri oggettivi, in determinate categorie prestabilite con ognuna un proprio livello di rischio già fissato, con però la possibilità di utilizzare i *rating* esterni qualora siano disponibili. In mancanza di valutazioni esterne, la misurazione del rischio rimane invariata, e sarà dunque pari al 100% (ciò significa una richiesta di capitale pari all'8%). Vengono infine introdotte modifiche per quanto riguarda uno specifico trattamento delle esposizioni *retail* (in tale segmento vengono comprese anche le esposizioni verso le PMI per importi inferiori a 1 milione di euro) oltre che una gamma più ampia di strumenti di mitigazione del rischio¹¹⁸;
2. il metodo dei *rating* interni (*Internal Rating Based, IRB*), che è l'innovazione principale introdotta da Basilea 2, e si differenzia da quello *Standard* poiché gli

¹¹⁶ Cfr. “Il *rating* consiste in un voto oggettivo riferito alla capacità di credito di un'impresa, nonché alla sua solvibilità e solidità di bilancio”. Cfr. Gatti (2004), in www.planconsulting.it.

¹¹⁷ Cfr. Gatti (2004), in www.planconsulting.it.

¹¹⁸ Per ulteriori approfondimenti si rinvia a D'Agostino (2003).

input per il calcolo del rischio di credito non sono coefficienti imposti dalla norma, bensì il risultato di valutazioni effettuate dalla banca al proprio interno. Tale approccio, che può essere utilizzato solo dalle istituzioni creditizie che dimostrano di soddisfare determinati requisiti minimi per un periodo di tempo definito, si basa sul calcolo di quattro elementi fondamentali: la probabilità di insolvenza (*probability of default, PD*), la perdita in caso di insolvenza (*loss given default, LGD*), l'esposizione al momento dell'inadempienza (*exposure at default, EAD*) e la durata (*maturity, M*). Questi dati sono gli *input* per la determinazione del coefficiente di ponderazione, e a seconda che vengano forniti dalle banche o dalle autorità di vigilanza, permettono l'utilizzo di due distinti sistemi di misurazione dei rischi. Si parla di *Foundation Approach (IRB base)* se i parametri *LGD, EAD, e M* sono forniti dalle autorità di vigilanza, mentre si parla di *Advanced Approach (IRB avanzato)* se questi scaturiscono da stime della banca (il parametro *PD* in entrambi i casi viene definito dalla banca)¹¹⁹;

3.5. Secondo e Terzo Pilastro: il controllo prudenziale da parte delle autorità di vigilanza e la disciplina di mercato

In virtù del fatto che il Nuovo Accordo pone l'accento sui sistemi interni di misurazione del rischio (*IRB* di base e avanzato), le autorità di vigilanza assumeranno un ruolo più che mai fondamentale nell'assicurare e garantire la creazione di *standard* tra le banche¹²⁰.

Le istituzioni finanziarie dovranno operare con un livello di capitale sempre superiore al minimo, sotto la vigilanza costante delle autorità preposte, affinché le procedure adottate siano efficaci. In caso contrario le autorità di vigilanza dovranno intervenire con azioni correttive per ripristinare il capitale richiesto, inoltre è possibile che esse impongano ulteriori requisiti di patrimonio, in aggiunta a quelli calcolati con il primo pilastro, qualora giudichino certe situazioni particolarmente rischiose¹²¹.

Il Secondo Pilastro diventa così un complemento essenziale ai requisiti patrimoniali minimi e alla disciplina di mercato, ed è perciò importante che non vi sia discrezionalità nella sua applicazione tra i diversi paesi¹²². Questo implica e, favorisce, l'instaurazione di nuovi rapporti di dialogo tra le autorità di vigilanza e le banche.

¹¹⁹ Per ulteriori approfondimenti si veda Metelli (2003).

¹²⁰ Cfr. Metelli (2003).

¹²¹ Cfr. D'Agostino (2003).

¹²² Cfr. Metelli (2003).

Il Terzo Pilastro di Basilea 2 focalizza la sua attenzione sulla disciplina di mercato, cioè “*sulla prassi comportamentale delle banche*”, e sull’informativa che queste ultime saranno tenute a trasmettere ai terzi. In pratica si vogliono creare e consolidare comportamenti virtuosi con lo scopo di promuovere la sicurezza e la stabilità delle banche, e quindi del sistema finanziario nel suo complesso¹²³. Per fare questo è necessario che il sistema informativo interno delle banche abbia determinati requisiti, approvati volta per volta dalle autorità di vigilanza, e che in caso di inadempienza vengano sanzionate.

La Nuova Regolamentazione, per identificare la gravità di eventuali difformità, fa riferimento ad un’informazione fondamentale (*core disclosure*), di vitale importanza per il funzionamento della disciplina di mercato e che ci si aspetta sia pubblicata da tutte le banche, e ad un’informazione supplementare (*supplementary disclosure*), ugualmente importante, ma riferita a particolari istituzioni (ci si aspetta che le grandi banche internazionali pubblichino la totalità delle informazioni siano esse fondamentali che supplementari)¹²⁴.

Infine è da tenere in considerazione anche la frequenza con cui le informazioni vengono diffuse, “*contenuta entro un range temporale tra i tre e i dodici mesi*”¹²⁵: tale periodo può subire delle modifiche, purché giustificate, in quanto dipende molto dalla tipologia di dati da trasmettere (alcuni dati sono soggetti a rapida obsolescenza per cui andrebbero comunicati più frequentemente, come quelli riferiti ad esposizioni rischiose che possono mutare rapidamente)¹²⁶.

3.6. Gli effetti di Basilea 2 sul sistema industriale italiano e europeo

Il sistema industriale italiano, così come quello europeo, è caratterizzato dalla presenza massiccia di imprese di piccole e medie dimensioni (PMI). “*A fine 2002 risultavano attive, nel nostro Paese, quasi 5 milioni di imprese, che su una popolazione di 56 milioni di abitanti, significa un’impresa per ogni 11 abitanti*”¹²⁷. Nel 2003 all’interno dei Paesi facenti parte dell’Unione Europea (Europa dei 19, ottenuta aggiungendo ai 15 Paesi che la compongono, l’Islanda, Liechtenstein, Norvegia e Svizzera) più del 99% delle imprese erano PMI¹²⁸ (secondo la definizione europea sono le imprese fino a 250 addetti), definite dall’Osservatorio sulle PMI europee come “*i veri giganti dell’economia europea*”.

¹²³ Cfr. Metelli (2003).

¹²⁴ Cfr. D’Agostino (2003).

¹²⁵ Cfr. D’Agostino (2003).

¹²⁶ Per approfondimenti si rinvia a Metelli (2003).

¹²⁷ Cfr. Metelli (2003).

¹²⁸ Cfr. Observatory of European Smes (2003, c), in www.europa.eu.int/comm/enterprise/.

Sin dalla prima proposta del Comitato di Basilea si è acceso un dibattito attorno ai timori per le ripercussioni sul mondo delle PMI. Le preoccupazioni scaturiscono dal fatto che, poiché le PMI in generale dipendono finanziariamente dalle banche¹²⁹, probabilmente subiranno una penalizzazione nell'accesso al credito bancario (in termini di un aumento degli oneri finanziari), conseguentemente all'attuazione delle regole di Basilea 2¹³⁰.

Sebbene sul documento originario di Basilea 2 siano state apportate modifiche, successive a diverse critiche che erano state mosse, di fatto esistono ancora dubbi sulle conseguenze negative, che sono almeno tre¹³¹:

- *“la discriminazione tra le banche: quelle piccole non potranno utilizzare le metodologie più avanzate, quindi subiranno un onere patrimoniale maggiore rispetto ai grandi gruppi;*
- *la penalizzazione del finanziamento alle piccole medie imprese, indotta dal sistema dei rating interni;*
- *il problema della prociclicità finanziaria: nei periodi di rallentamento economico, l'Accordo avrebbe l'effetto di indurre le banche a ridurre gli impieghi, causa il crescere del rischio, con la potenziale conseguenza di inasprire la crisi stessa”;*¹³²

Il secondo punto è quello che meglio evidenzia la problematica per le PMI: il prezzo di un finanziamento, con Basilea 2, sarà strettamente proporzionale al rischio in esso contenuto, questo vuol dire che in particolare le PMI, *in quanto prenditori di minore qualità creditizia*, subiranno un peggioramento nelle condizioni ad esse praticare, ossia diminuirà la loro capacità di indebitamento¹³³. Se questa situazione è stata parzialmente risolta dando la possibilità alle PMI con fatturato inferiore a 1 milione di euro di essere comprese nel segmento *retail* (con tutta una serie di facilitazioni), d'altro canto è comprensibile anche il timore che il sistema dei *rating* interni, caratterizzato da procedure *standard* per la valutazione del credito, non sia in grado di cogliere i caratteri distintivi di esse¹³⁴.

Le banche, quanto prima, cercheranno di adeguarsi alla nuova regolamentazione adottando un sistema che le porterà nel medio periodo a ridurre il loro indice di rischio: il Rapporto sul Sistema Bancario dell'ABI, relativamente ai dati di Giugno 2002, riporta che *“il rischio di credito costituisce il 91% dei requisiti prudenziali di vigilanza, confermando dunque che il credit-risk sia il principale fattore a cui le banche sono esposte, per cui queste ultime tenderanno a finanziare solo le imprese che presentano performance positive”*¹³⁵.

¹²⁹ Per approfondimenti si veda Metelli (2003).

¹³⁰ Cfr. Metelli (2003).

¹³¹ Cfr. Osservatorio Permanente Basilea 2 (2004), in www.basilea2.com.

¹³² Cfr. Osservatorio Permanente Basilea 2 (2004), in www.basilea2.com.

¹³³ Cfr. Osservatorio Permanente Basilea 2 (2004), in www.basilea2.com.

¹³⁴ Cfr. Metelli (2003).

¹³⁵ Cfr. D'Agostino (2003).

Secondo il presidente dei Giovani Industriali di Confindustria, Francesco Bellotti, “*Basilea 2 comporterà un aumento dei vincoli finanziari allo sviluppo delle piccole e medie imprese, vista anche la mancanza di strumenti alternativi al credito o di difficile accesso alle imprese di minori dimensioni; ciò priverà le PMI dei finanziamenti necessari per realizzare le proprie ambizioni di crescita, con la conseguenza che sia la competitività dell’intero sistema economico italiano ad essere in serio pericolo*”¹³⁶.

I problemi che possono derivare dall’introduzione di Basilea 2 per le piccole e medie imprese sono evidenziati anche da una ricerca che Unioncamere ha condotto su un campione di 7.860 PMI italiane¹³⁷. La simulazione prevedeva l’esame dei bilanci del campione di riferimento con l’applicazione di alcuni indicatori di tipo economico-patrimoniali, e di metodologie utilizzate da *Moody’s* (una delle principale agenzie di *rating*) per l’elaborazione dei giudizi. Il risultato è stato che il 65% delle imprese si colloca sulle 4 classi di *rating* critiche (BBB-, BB+, BB, BB-) e un altro 16% nelle classi peggiori che vanno da B a CCC “*rischiando di non essere nemmeno prese in considerazione dal sistema bancario*”¹³⁸.

La diffusione del sistema dei *rating* interni significherà per le imprese dover rivedere la funzione “finanza d’impresa”: quest’ultima assumerà un ruolo cruciale perché sarà necessario porre maggiore attenzione alla programmazione delle risorse e al loro reperimento, fondamentali per il processo di sviluppo. È vero anche che il *rating* può essere usato, dal *management* d’impresa, come un indicatore degli obiettivi di gestione, e dell’efficienza della politica del capitale¹³⁹.

3.6.1. Effetti potenziali sugli investimenti *High Risk*

All’interno della categoria degli investimenti definiti *High Risk*, analizziamo quelli relativi al capitale azionario (*equity*). Gli investimenti in *private equity* e *venture capital*, che rappresentano una fonte finanziaria alternativa all’indebitamento (una cui misura eccessiva pone un freno allo sviluppo delle imprese¹⁴⁰), coinvolgono principalmente investitori istituzionali, e in Italia, così come in Europa, la maggior parte dei fondi proviene dalle banche¹⁴¹ che investono in appositi fondi chiusi.

¹³⁶ Cfr. D’Agostino (2003).

¹³⁷ I dati sono disponibili in www.unioncamere.it.

¹³⁸ Cfr. Ferro (2004), in www.microsoft.com/italy/.

¹³⁹ Per approfondimenti si rinvia a Osservatorio Permanente Basilea 2 (2004), in www.basilea2.com.

¹⁴⁰ Cfr. Metelli (2003).

¹⁴¹ Per approfondimenti si veda il paragrafo 2.2 del presente capitolo.

L'EVCA ha più volte espresso perplessità circa l'Accordo di Basilea 2¹⁴². I coefficienti prudenziali applicati a questo tipo di esposizione, elevati dal Comitato sopra i livelli correnti, proprio al fine di tenere conto del maggiore rischio associato, potrebbero condurre in base ad una stima dell'EVCA ad una "possibile riduzione dei capitali disponibili per il private equity nell'ordine di 5-10 miliardi di euro"¹⁴³:

- con il metodo della ponderazione semplice il requisito patrimoniale oscilla tra il 400% e il 300%, ciò significa che l'attuale 8% sale tra un massimo del 32% e un minimo del 24%;
- con il metodo dei *rating* interni, i coefficienti di ponderazione non possono essere inferiori a quelli ottenuti con il metodo della ponderazione semplice utilizzando un peso del 200% per le azioni quotate e del 300% per tutte le altre azioni;

I timori risiedono nel fatto che le banche, in qualità di finanziatori fondamentali per le imprese, di fronte a questi nuovi coefficienti patrimoniali riducano l'ammontare investito nel capitale di rischio: ciò significa meno fondi alle imprese per finanziare i propri progetti di sviluppo, a discapito dell'intero sistema economico.

La *tabella 1* evidenzia che un quarto dei fondi destinati al *private equity* e *venture capital* (PE/VC) provengono dal sistema bancario. Per i primi 10 paesi europei i fondi raccolti dal mondo bancario raggiungono percentuali elevate: da un massimo del 52% nel caso italiano, ad un minimo del 30% nel caso dei Paesi Bassi. Di conseguenza Basilea 2 colpirà in modo diseguale i diversi paesi europei, ma a farne le spese sarà l'intero sistema economico: "un aumento rilevante dei requisiti patrimoniali potrebbe condurre all'uscita da questo segmento del mercato dell'attore bancario o comunque ad una notevole riduzione della sua presenza, con conseguenze negative di ampia portata"¹⁴⁴. Al presente, non sono disponibili stime riguardanti l'impatto esatto della Nuova Regolamentazione in merito agli effetti sul *private equity* e *venture capital*, anche perché nel *Quantitative impact study n°3*¹⁴⁵ tale tema non è stato approfondito, inoltre solo poche banche hanno compilato la parte relativa al metodo *IRB* per cui non è stato possibile una stima accurata¹⁴⁶.

Prima dell'uscita della versione definitiva di Basilea 2, l'EVCA aveva più volte chiesto che venissero rivisti i coefficienti patrimoniali applicabili al *venture capital*, soprattutto in assenza di studi che ne valutassero l'impatto. Di fatto nulla è cambiato in merito, anche per quanto riguarda il valore della *loss given default* (LGD), ossia della perdita in caso di inadempienza, che è stata fissata al 90%. Secondo l'EVCA tale percentuale è troppo elevata e per di più ingiustificata: da un'analisi riferita ad una realtà di 100 imprese

¹⁴² A tale proposito si vedano EVCA (2002, a), e EVCA (2003, a), in www.evca.com.

¹⁴³ Cfr. EVCA (2003, a), in www.evca.com.

¹⁴⁴ Per approfondimenti si veda Metelli (2003).

¹⁴⁵ Per approfondimenti sullo studio completo si veda Basel Committee on banking supervision (2003), in www.bis.org/bcbs/qis/qis3.htm.

¹⁴⁶ Cfr. EVCA (2003, a), in www.evca.com.

europee liquidate prima della fine del 2002¹⁴⁷ emerge che, il tasso di recupero medio è stato del 44%. In altre parole i risultati di tale studio conducono ad una *LGD* di circa il 56%, significativamente inferiore al 90% fissato dal Comitato. Questo risultato, sostiene l'EVCA, *“non è sorprendente considerando che le somme raccolte dalle società di venture capital vengono investite normalmente in fondi diversificati, tali per cui almeno un investimento che va a buon fine è in grado di compensare il fallimento degli altri”*¹⁴⁸.

Tabella 1 Fondi raccolti per operazioni di *private equity* e *venture capital* (in milioni di euro)

¹⁴⁷ Cfr. EVCA (2003, a), in www.evca.com.

¹⁴⁸ Cfr. EVCA (2003, a), in www.evca.com.

Fonte: EVCA
 “EVCA’s
 comments on the
 CP3” (2003).

	Totale fondi raccolti dalle società di PE/VC (1998/2002)	Fondi provenienti da banche	Valori percentuali
Italia	9,486	4,901	52%
Austria	855	412	48%
Repubblica Ceca	573	275	48%
Portogallo	459	192	42%
Spagna	4,627	1,892	41%
Ungheria	272	111	41%
Grecia	573	230	40%
Germania	17,158	6,026	35%
Francia	25,861	7,849	30%
Paesi Bassi	6,922	2,061	30%
Europa	161,312	38,175	24%
Belgio	2,769	598	22%
Irlanda	1,089	216	20%
Regno Unito	71,176	11,406	16%
Danimarca	1,863	286	15%
Svizzera	2,684	386	14%
Polonia	1,209	171	14%
Islanda	196	27	14%
Finlandia	2,690	276	10%
Svezia	8,074	746	9%
Slovacchia	17	1	8%
Norvegia	1,799	117	7%

4. Riflessioni conclusive

Il *venture capital* consiste nel finanziamento di capitale di rischio fornito da investitori istituzionali a supporto di imprese innovative e con elevate potenzialità di reddito¹⁴⁹. Solitamente sono imprese nelle prime fasi di sviluppo che

necessitano di capitali “pazienti” e di una figura professionale che le aiuti a crescere: il *venture capitalist* infatti non è solo un finanziatore ma anche un consulente fondamentale per supportare la crescita delle imprese, soprattutto se *start-up*.

Le imprese *target* caratterizzate da elevate prospettive di sviluppo d’altro canto risultano essere anche molto rischiose, per questo le banche molto spesso non investono direttamente ma attraverso la sottoscrizione di appositi fondi chiusi, al fine di diversificare e quindi ridurre i rischi connessi al finanziamento. Sono appunto le banche, in Italia, i

¹⁴⁹ Cfr. Forestieri, Lazzari (2003).

principali finanziatori: il 52% dei fondi raccolti per il *venture capital* e il *private equity* provengono da esse¹⁵⁰.

La Nuova Regolamentazione sul credito bancario, Basilea 2, che entro la fine del 2007 sostituirà l'attuale legislazione risalente al 1988 (Basilea 1), probabilmente andrà ad influire negativamente sui finanziamenti alle piccole e medie imprese che risulteranno avere bassi *rating*, in quanto giudicate rischiose. Ciò significa che le PMI che non saranno in grado di mostrare adeguate garanzie vedranno ridursi l'accesso al credito: da un ricerca condotta da Unioncamere su un campione di 7.780 PMI, circa il 16% di tali imprese ricadrebbe nelle classi di *rating* peggiori che vanno da B a CCC, rischiando di essere tagliate fuori dal mondo bancario.

Da non sottovalutare, ad avviso di molti, sembra anche l'effetto di prociclicità: in presenza di fasi di rallentamento economico le banche potrebbero essere costrette a tagliare gli impieghi, e quindi i finanziamenti alle imprese, per non valicare la soglia dell'8%, e riequilibrare così i requisiti patrimoniali¹⁵¹.

Start-up e imprese innovative che per loro natura trovano già adesso difficoltà di accesso al credito bancario, mancando di una storia passata, vedranno ridursi anche i finanziamenti a titolo di capitale di rischio in quanto per le banche questo tipo di investimento, con Basilea 2, diventerà estremamente costoso (in termini di capitale di vigilanza da accantonare).

Pur non disponendo di valutazioni certe in merito all'applicazione dei nuovi e più alti coefficienti di ponderazione da applicare agli investimenti azionari, esiste il rischio di una "riduzione di tali finanziamenti compresa tra i 5 e i 10 milioni di euro", secondo una stima effettuata dall'*EVCA*¹⁵².

Con Basilea 1 la banca doveva disporre di un patrimonio di vigilanza pari almeno all'8% delle sue attività, indipendentemente da chi fosse la controparte, impedendo quindi una correlazione stretta tra un rischio di insolvenza specifico e la relativa copertura patrimoniale. Con Basilea 2 il capitale da detenere varia a seconda del rischio assunto per ogni operazione di impiego: ogni attività ha un suo coefficiente di ponderazione a seconda del rischio che comporta¹⁵³.

I timori, in *primis* dell'*EVCA*, risiedono nel fatto che Basilea 2 possa condurre ad una "ritirata" delle banche dal mondo del *venture capital* e *private equity* dovuta appunto all'aumento ingiustificato dei coefficienti di ponderazione: da un soglia del 200% ad un tetto del 400%. Secondo l'*EVCA* si tratta di un aumento ingiustificato che non rispecchia la

¹⁵⁰ Anche nel resto d'Europa le percentuali dei fondi provenienti dalle banche sono elevate, infatti non scendono sotto il 25%. Cfr. *EVCA* (2003, a), in www.evca.com.

¹⁵¹ Per approfondimenti si veda d'Agostino (2003).

¹⁵² Cfr. *EVCA* (2003, a), in www.evca.com.

¹⁵³ Basilea 2 tiene ora in considerazione non più solo il rischio di credito ma anche quello operativo, oltre che un nuovo modo di calcolare il rischio di mercato.

realtà economica: nella nuova normativa la perdita di insolvenza (*loss given default*) è stata fissata al 90%, ma da analisi fatte in merito risulta che in situazioni di insolvenza gli investitori in media perdono il 56% del loro investimento, di molto inferiore rispetto alla percentuale fissata¹⁵⁴.

Mentre il Nuovo Accordo prevede degli accorgimenti, in termini di riduzione dei coefficienti di ponderazione, per i finanziamenti concessi alle PMI (aventi fatturato inferiore a 5 milioni di euro, ricomprese nel segmento *retail*) a titolo di debito, niente di simile è stato previsto per i finanziamenti a titolo di capitale di rischio: qui i coefficienti di ponderazione sono semplicemente “lievitati”.

Mancando stime sugli effetti di Basilea 2 sugli investimenti di *private equity* e *venture capital*, nulla può essere previsto con certezza, ma i timori di molti, tra cui l'*EVCA*, non sembrano infondati. Resta solo il fatto che il *venture capital*, e l'esperienza statunitense ce lo dimostra, rimane fondamentale per la nascita e lo sviluppo di imprese e progetti innovativi, e la Nuova Regolamentazione sul capitale sembra non avergli dato il giusto peso.

¹⁵⁴ Cfr. Mailing list B2-ORM@yahoogroups.com (2004), in www.portalino.it.