

Finanza e sviluppo

**Finanza informale,
finanza etica
e finanza internazionale
nelle piccole e medie imprese**

**a cura di
Arnaldo Mauri e Cesare Conti**

Fondazione Giordano Dell'Amore

GIUFFRÈ EDITORE

FINANZA e SVILUPPO

Collana diretta
da Arnaldo Mauri

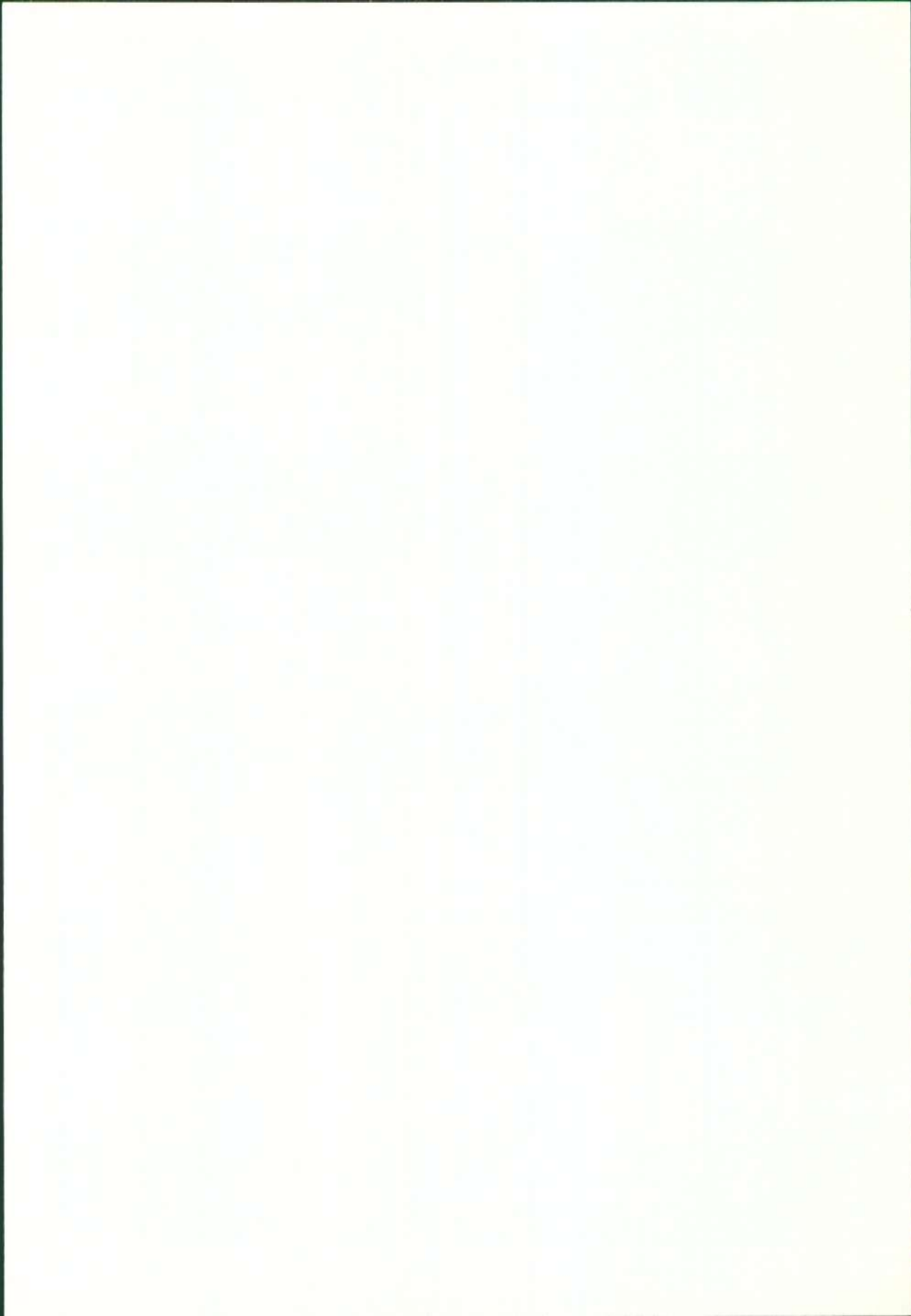
3

FONDAZIONE GIORDANO DELL' AMORE

costituita dalla

Fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde





Finanza e sviluppo

**Finanza informale,
finanza etica
e finanza internazionale
nelle piccole e medie imprese**

a cura di

Arnaldo Mauri e Cesare Conti

Fondazione Giordano Dell'Amore

GIUFFRÈ EDITORE

ISBN 88-14-08466-1

TUTTE LE COPIE DEVONO RECARE IL CONTRASSEGNO DELLA S.I.A.E.

© Copyright Dott. A. Giuffrè Editore, S.p.A. Milano - 2000

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

Tipografia «MORI & C. S.p.A.» - 21100 VARESE - Via F. Guicciardini 66

BIOGRAFIE

Cesare Conti è Ricercatore di Finanza Aziendale nell'Università Commerciale « Luigi Bocconi » di Milano, dove insegna Finanza Aziendale e Finanza Aziendale Internazionale.

Chiara Della Bella è Professore Associato di Finanza Aziendale nell'Università degli Studi di Modena e di Reggio Emilia.

Emanuele Facile è Principal Leader dell'Area Finance di A.T. KEARNEY.

Arnaldo Mauri è Professore di Economia delle Aziende di Credito nella Facoltà di Scienze Politiche dell'Università degli Studi di Milano. Da molti anni si interessa dei problemi finanziari dei paesi emergenti e su queste tematiche ha scritto volumi e articoli apparsi su riviste italiane e straniere. Ha compiuto missioni di ricerca e di assistenza tecnica nel Terzo Mondo. Ha fondato e dirige la rivista internazionale *Savings and Development*. Ha svolto attività didattica all'estero ed è stato relatore in numerosi convegni indetti da organismi internazionali.

Roberta Pezzetti ha conseguito il Dottorato di Ricerca in Strategia, Gestione e Metodi Quantitativi d'Impresa presso l'Università degli Studi di Milano — Bicocca. Attualmente è titolare di assegno di ricerca presso l'Università degli Studi di Pavia.

Enrico Giuntoli è Cultore della Materia presso la Cattedra di Tecnica Industriale e Commerciale dell'Università degli Studi di Genova.



INDICE

<i>Introduzione</i> di Arnaldo Mauri e Cesare Conti	<i>pag.</i> 1
---	------------------

Parte I

FINANZA INFORMALE E FINANZA ETICA

Capitolo 1

FINANZA INFORMALE E FINANZA ETICA NELLE PMI

(di Chiara Della Bella)

1. Introduzione	9
2. I circuiti finanziari informali: obiettivi	11
3. I circuiti finanziari informali: <i>modus operandi</i>	15
3.1. I circuiti finanziari informali solidaristici nei PVS	16
3.2. I circuiti finanziari informali solidaristici nei Paesi svilup- pati	20
3.3. I circuiti finanziari informali aventi scopo di lucro	24
3.4. I circuiti finanziari « di carta » fra imprese dei settori Hi-tech .	32
3.5. I circuiti finanziari sovvenzionati	36
4. I circuiti finanziari informali: strumenti	37
4.1. I criteri di <i>screening</i> della clientela potenziale	38
4.2. La gestione congiunta dei saldi attivi e passivi della clientela	39
4.3. La gestione del profilo di rischio	40
4.4. La politica di <i>pricing</i> applicata	43
4.5. L'elevata diffusione territoriale e lo sfruttamento della pros- simità al finanziato	45
5. Conclusioni	47
<i>Bibliografia</i>	50

Capitolo 2

ECONOMIA SOMMERSA, FINANZA INFORMALE E MICROCREDITO NEI PAESI EMERGENTI

(di Arnaldo Mauri)

1. Introduzione	53
-----------------------	----

	<i>pag.</i>
2. L'economia irregolare	55
2.1. L'economia sommersa in Italia	57
2.2. Economia sommersa ed economia del crimine	58
3. L'economia informale nei paesi in via di sviluppo	60
4. Considerazioni introduttive sui sistemi finanziari dei paesi emergenti	63
4.1. La struttura dualistica del sistema finanziario	64
4.2. Un'area intermedia: la finanza semi-informale	65
4.3. La finanza informale: realtà e luoghi comuni	67
5. La definizione del settore finanziario informale	75
6. Le caratteristiche del settore finanziario informale	78
6.1. Estraneità della sfera pubblica	78
6.2. Le caratteristiche tecniche e le procedure delle operazioni	80
6.3. La fiducia ed i rapporti interpersonali	82
6.4. I costi transazionali	84
6.5. L'insolvenza	86
6.6. I tassi di interesse	89
6.7. L'asimmetria informativa	91
6.8. Il rischio morale	92
7. Una possibile classificazione degli operatori	93
7.1. Gli operatori individuali	93
7.2. Gli organismi a carattere associativo	97
7.3. Le associazioni rotative di risparmio e credito	99
7.4. Le associazioni cumulative di risparmio e credito	107
<i>Appendice</i>	112
<i>Bibliografia</i>	114

Parte II

FINANZA AZIENDALE INTERNAZIONALE

Capitolo 3

I FABBISOGNI DI FINANZA QUALIFICATA NELLE PMI A VOCAZIONE INTERNAZIONALE: UN'INDAGINE ED UN CASO AZIENDALE

(di Cesare Conti ed Emanuele Facile)

1. Introduzione	121
2. Internazionalizzazione dell'impresa e discontinuità della gestione finanziaria aziendale	124
3. Internazionalizzazione dell'impresa, proiezione esterna della catena del valore ed interiorizzazione della disciplina finanziaria	128
4. I fabbisogni di finanza qualificata: un'indagine del comparto « macchine utensili »	132

	<i>pag.</i>
5. L'adozione di un nuovo linguaggio: il caso della gestione del rischio di cambio	137
6. Internazionalizzazione dell'impresa e rischio di cambio: radiografia di un caso aziendale	145
<i>Bibliografia</i>	159

Capitolo 4

IL RUOLO DEGLI INTERMEDIARI BANCARI NEL SOSTEGNO ALL'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE IMPRESE MINORI: I RISULTATI DI UN'INDAGINE

(di *Roberta Pezzetti*)

1. Introduzione	161
2. La criticità della funzione finanza nei processi di internazionalizzazione delle imprese minori	166
3. Il ruolo del sistema bancario nel sostegno all'internazionalizzazione delle imprese minori: considerazioni preliminari	170
4. Un'indagine sui comportamenti delle banche: metodologia e obiettivi	175
5. Orientamenti strategici nelle relazioni banca-PMI: i modelli competitivi emergenti	176
5.1. Il modello funzionale	177
5.2. Il modello divisionalizzato per segmenti di clientela	179
6. Struttura dell'offerta di servizi di Corporate finance alle imprese minori	185
7. Conclusioni: verso una riqualificazione del rapporto banca-PMI?	192
<i>Bibliografia</i>	194
 <i>Appendice: Un caso aziendale (di Enrico Giuntoli)</i>	 199



INTRODUZIONE

La finanza aziendale nelle piccole e medie imprese (PMI) costituisce un filone di ricerca scientifica e di pratica operativa che attraversa una fase di rapida evoluzione, in sintonia con il recente percorso di crescita dimensionale, geografica, organizzativa e culturale, che caratterizza le imprese non grandi. Questa evoluzione vede convivere due principali approcci di ricerca.

Il primo approccio si propone di verificare se il patrimonio di esperienze già consolidato negli studi di finanza aziendale, riferito soprattutto alla grande impresa ad azionariato diffuso (la cosiddetta «*public company*»), può essere adattato anche alle PMI. Si tratta del patrimonio proprio di una «*managerial finance*» di matrice istituzionale in cui il *management* aziendale svolge la funzione di anello di congiunzione tra impresa, mercato dei capitali ed intermediari finanziari. In quest'ottica, anche nel contesto italiano, alcuni studi sono giunti alla conclusione che le PMI sono penalizzate rispetto alla grande impresa nel reperimento di risorse finanziarie, dovendo sopportare finanziamenti bancari mediamente più onerosi ed allo stesso tempo incontrando maggiori difficoltà nell'accesso al mercato azionario. La finanza delle PMI è inoltre «povera», nel senso che è poco diffuso il ricorso a servizi ed a strumenti finanziari cosiddetti «innovativi».

Questa situazione poco confortante è stata inquadrata soprattutto nel contesto del rapporto banca-impresa ed è stata attribuita al fallimento di tale rapporto nel superare il problema della cosiddetta «*informational opacity*», ovvero della carenza e dell'asimmetria informativa che avrebbero impedito all'intermediario finanziario di svolgere correttamente le funzioni di *screening*, *contracting* e *monitoring*. Anche per rimuovere tale problema la ricerca si è rivolta non solo agli strumenti di finanziamento (ad esempio di tipo *debt* od *equity*) ma anche alle

clausole contrattuali dei finanziamenti (ad esempio *collaterals* e *covenants*) ed alla natura dei canali di finanziamento (intermediari bancari, mercato dei capitali, *venture capitalist*, *business angels*, finanziamenti agevolati ...). In effetti il finanziamento dell'impresa si accompagna sia a diverse forme di controllo, modulabili mediante clausole contrattuali *ad hoc*, sia a diverse modalità di collaborazione tra finanziatore e finanziato, che variano in relazione alle competenze specialistiche reali e finanziarie di cui sono portatori i singoli canali di finanziamento.

Più di recente va diffondendosi un approccio di ricerca molto promettente che pure muove da un'osservazione banale. L'osservazione consiste nel fatto che il protagonista della finanza aziendale nelle PMI è l'imprenditore e non il *management*. L'imprenditore, a differenza del *management*, non si avvale solo di una finanza aziendale di matrice istituzionale (quali prodotti e servizi finanziari è opportuno utilizzare, quale struttura finanziaria conviene adottare, quali politiche di distribuzione dei dividendi è necessario perseguire, ...) ma chiede alla finanza anche un supporto metodologico al suo sistema decisionale ed in particolare alle sue decisioni di investimento e di finanziamento.

Se è vero che le decisioni di investimento e di finanziamento rientrano nell'alveo tradizionale delle decisioni finanziarie, l'aspetto qualificante di questo filone di ricerca è la natura del soggetto decisore, ovvero l'imprenditore. Questo semplice cambiamento di prospettiva ha conseguenze radicali in quanto mette a nudo l'inutilità o comunque la vaghezza di molte prescrizioni tipiche della *managerial finance* di matrice istituzionale. Basti pensare alla diversa misura del costo del capitale in relazione al fatto che esso sia quantificato da un *outside investor* oppure dall'imprenditore, tenuto conto che quest'ultimo raramente realizza una diversificazione di portafoglio che legittima il ricorso al noto modello CAPM (Capital Asset Pricing Model). Basti pensare, ancora, a come i criteri di valutazione degli investimenti non si fondino necessariamente sulla massimizzazione del valore delle azioni ed in particolare sul metodo della attualizzazione del *free cash flow*, tenuto conto che spesso, nelle PMI e soprattutto nelle *new ventures*, gli investimenti non producono *free cash flow* anche per archi temporali protratti. In tali circostanze assumono un rilievo importante, ad esempio,

anche i criteri basati sulla massimizzazione del valore dei *financial claims* e dei *benefits* di cui gode l'imprenditore per effetto della crescita aziendale.

I due approcci sono in parte complementari nel senso che inducono a ripensare gli strumenti finanziari, le clausole contrattuali, i canali di finanziamento ed i criteri decisionali che possono dare un supporto al sistema decisionale dell'imprenditore. In tale contesto è ampio lo spazio potenziale per lo sviluppo di una finanza «informale» che si posizioni ai confini della finanza «istituzionale» e che apprezzi sempre meno la semplice disponibilità di «capitale-moneta», cercando all'esterno anche un apporto di competenze reali e finanziarie non disponibili internamente. Tali considerazioni costituiscono il punto di partenza da cui è scaturita questa ricerca.

In tale più ampio contesto gli Autori hanno voluto privilegiare due filoni di studio cui corrispondono altrettanti problemi ricorrenti delle PMI. Il primo filone riguarda il ruolo della finanza informale e della finanza etica nel finanziamento della crescita aziendale mentre il secondo analizza il contributo della finanza aziendale nel processo di internazionalizzazione delle PMI. A ciascun filone sono riservati due contributi mirati, per un totale di quattro contributi che, pur nell'ambito di una successione logica concordata tra gli Autori, godono di autonomia e possono comunque essere letti separatamente.

I primi due contributi sono ricompresi nella prima Parte, che ha per titolo «Finanza di frontiera e finanza etica».

Il saggio di Chiara Della Bella analizza le più significative esperienze domestiche ed estere di finanza informale, con particolare attenzione ai meccanismi di controllo e di gestione del profilo di rischio del finanziato rispetto a tre categorie di soggetti attivi nel circuito informale: i soggetti che intervengono con finalità solidaristiche in forma organizzata e non (banche etiche, fondazioni, liberalità, etc.); i soggetti che intervengono con finalità di lucro in forma organizzata e non (*business angels*, *informal venture capital*, *corporate venture capital*, etc.); e, infine, i soggetti che intervengono con finalità di lucro, ma che godono di sovvenzioni pubbliche in forma organizzata (finanziarie, società finanziarie, etc.). Dopo una descrizione delle caratteristiche qualificanti dei circuiti finanziari informali, in termini di obiettivi perseguiti e di mezzi utilizzati per il loro

conseguimento, viene proposto un sintetico censimento delle principali tipologie di operatori afferenti a ciascuna delle tre categorie citate, evidenziandone il *modus operandi* e le peculiari soluzioni operative. Seguono alcune osservazioni conclusive che riguardano anche le relazioni che potrebbero instaurarsi tra circuiti informali e formali al fine della massimizzazione dello sviluppo economico e del benessere collettivo.

Il contributo di Arnaldo Mauri affronta il tema della finanza informale ambientandolo nei paesi emergenti. Dopo una introduzione sui caratteri dell'economia irregolare e dell'economia sommersa nei paesi in via di sviluppo, viene evidenziato il ruolo insostituibile della finanza informale nell'ambito dei sistemi finanziari dei paesi in via di sviluppo. In effetti un'analisi approfondita della morfologia di tali sistemi consente di sfatare alcune convinzioni tanto diffuse quanto errate. È ad esempio inappropriato associare alla finanza informale il termine « non istituzionale », tenuto conto che essa si vale sovente di istituzioni collaudate e ben radicate. Parimenti scorretta è l'associazione tra finanza informale e finanziamento alle aree rurali o anche tra finanza informale e sfera economicamente arretrata della società. È vero invece che tutti gli operatori del settore finanziario informale rientrano nella sfera privata (non pubblica) e che la clientela degli operatori finanziari informali è costituita soprattutto da piccoli e piccolissimi imprenditori dediti ad attività agricole, commerciali, artigianali ed industriali. Ne emerge un quadro in cui la finanza informale convive in modo simbiotico con quella formale senza peraltro dimostrare condizioni di inferiorità, potendo anzi vantare maggiore semplicità, flessibilità operativa e capacità di adattamento alle mutevoli esigenze di molti segmenti di clientela.

Gli ultimi due contributi sono collocati nella seconda Parte, che ha per titolo « Finanza aziendale internazionale ».

Il contributo di Cesare Conti ed Emanuele Facile pone in rilievo come il processo di internazionalizzazione della PMI generi un'importante discontinuità nella gestione finanziaria che origina da due motivi principali. In primo luogo il tradizionale rapporto banca-impresa è messo in discussione da un nuovo tipo di concorrenza globale che coinvolge l'intero network finanziario dell'impresa. Ne deriva una situazione ricorrente in cui l'imprenditore « si sente solo » nell'affrontare un cambia-

mento di portata sistemica ed allo stesso tempo stenta a trovare un supporto adeguato negli intermediari finanziari abituali. Contestualmente il processo di internazionalizzazione comporta un cambiamento informativo ed organizzativo interno all'impresa — che riguarda la programmazione, la rilevazione contabile ed il *reporting* — senza il quale gli accadimenti aziendali finiscono per sfuggire al controllo dell'imprenditore. Con il processo di internazionalizzazione ha dunque inizio una fase aziendale delicata in cui la riqualificazione del network finanziario e dei sistemi informativi interni richiede l'affinamento di un « linguaggio finanziario » — fatto di quantità aziendali, di metodi e di principi, di indirizzi strategici e di obiettivi operativi assegnati ai diversi livelli della struttura organizzativa — che faciliti l'imprenditore nel processo di comunicazione finanziaria interna ed esterna all'impresa. Tali temi vengono sviluppati anche mediante un'indagine del comparto « macchine utensili » ed un caso aziendale focalizzato sulla gestione del rischio di cambio, che bene evidenzia i vantaggi di un progressivo affinamento della cultura e del linguaggio finanziario a supporto delle decisioni imprenditoriali.

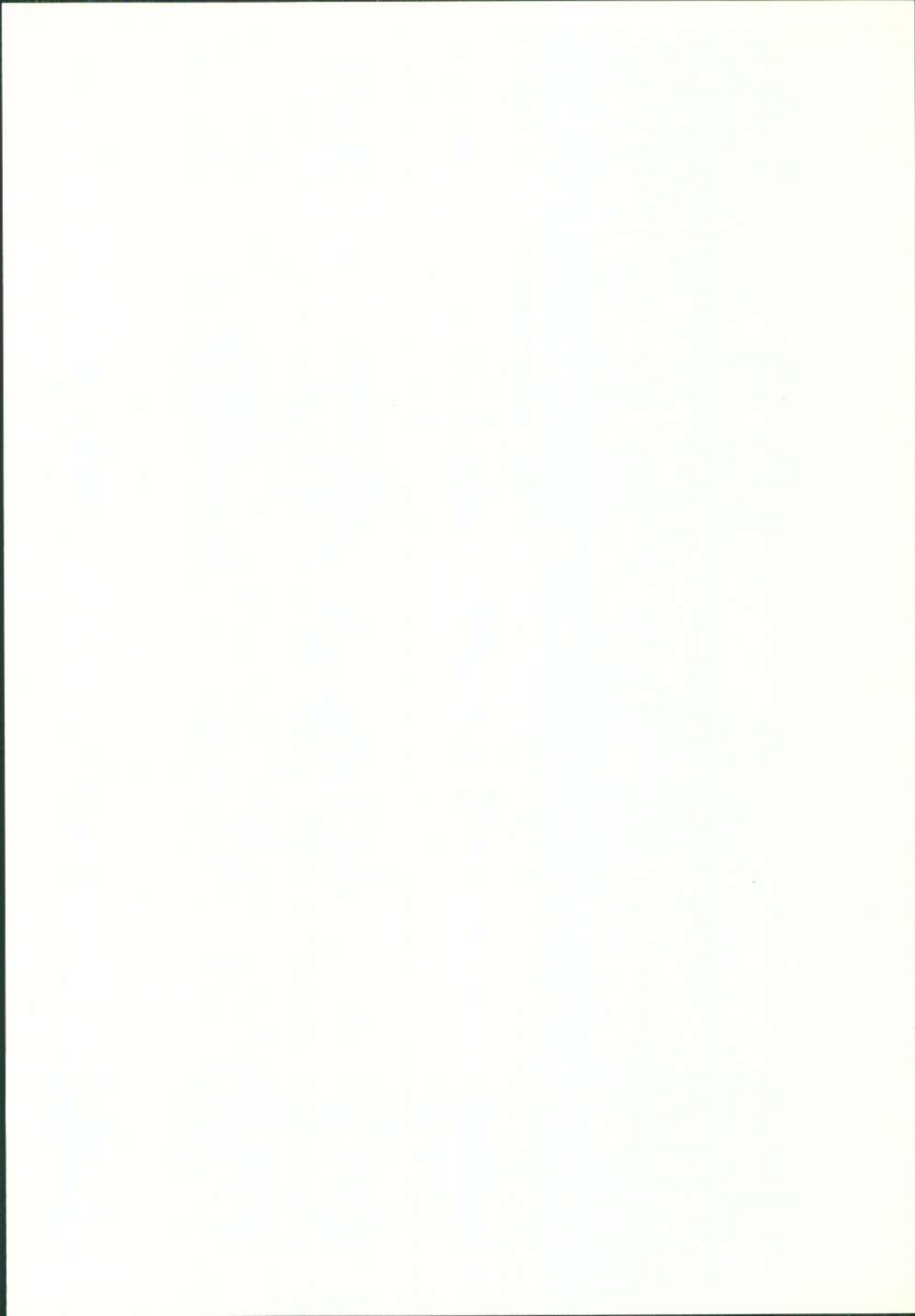
Il quarto ed ultimo contributo, elaborato da Roberta Pezzetti e corredato da un'appendice curata da Enrico Giuntoli, si propone di analizzare i principali elementi di criticità finanziaria delle PMI a vocazione internazionale al fine di verificare l'adeguatezza del supporto fornito dalla banche in termini di servizi finanziari e di assistenza qualificata. A tal fine è stata effettuata un'indagine qualitativa su un numero ristretto di banche italiane, condotta mediante interviste dirette volte a comprendere soprattutto le tendenze in atto con riguardo alla composizione dell'offerta di servizi finanziari alle imprese ed ai modelli organizzativi adottati. Mentre con riguardo al primo aspetto non emergono particolari elementi di differenziazione tra le banche (tutte hanno dichiarato di erogare servizi di corporate finance di supporto alle PMI a vocazione internazionale), le interviste hanno consentito di individuare la presenza di due principali modelli organizzativi cui corrispondono altrettanti approcci nella gestione della relazione con la clientela. In particolare, al tradizionale rapporto di tipo « transazionale » (in cui la banca tende a privilegiare la massimizzazione del profitto derivante da singole operazioni, ancorché reiterate

nel tempo) inizia ad affiancarsi anche un rapporto di tipo « relazionale » di natura collaborativa, in cui la banca si propone a singoli clienti o anche ad interi segmenti di clientela come interlocutore privilegiato in grado di soddisfare una domanda congiunta di servizi.

Non resta che ringraziare tutti gli Autori per l'impegno dimostrato e formulare l'augurio che i loro contributi, per certi versi pionieristici, possano contribuire a dissodare una materia che versa nello stadio iniziale del suo processo evolutivo, così da fornire uno stimolo al suo promettente sviluppo.

ARNALDO MAURI e CESARE CONTI

Parte I
FINANZA INFORMALE
E FINANZA ETICA



Capitolo 1

FINANZA INFORMALE E FINANZA ETICA NELLE PMI

CHIARA DELLA BELLA

1. Introduzione

In letteratura è stato da tempo rilevato l'operare di circuiti finanziari non istituzionali a supporto delle piccole e medie imprese sia in mercati di Paesi in via di sviluppo, sia in mercati di Paesi industrializzati, tra cui anche gli Stati Uniti, il Regno Unito e l'Italia. L'insieme delle operazioni finanziarie realizzate nell'ambito di tali circuiti (individuate in letteratura anche con le espressioni «*informal finance*» o finanza oltre la frontiera) è molto variegato e spazia dai finanziamenti erogati da prestatori individuali (*moneylenders*), ad operazioni di prestito realizzate con finalità solidaristiche all'interno di gruppi sociali coesi (famiglie, clan, ecc.), alle operazioni realizzate da organismi senza scopo di lucro (banche etiche) ad operazioni di assunzione di partecipazione al capitale azionario di imprese in sviluppo da parte di *business angels*. I circuiti finanziari informali dunque si caratterizzano per il fatto che i finanziamenti vengono realizzati da privati (e non da istituzioni finanziarie autorizzate) al di fuori di mercati ufficiali o organizzati.

La finanza informale si rivolge a frange marginali di prenditori potenziali non compatibili con le strategie di impiego degli intermediari finanziari istituzionali, per due principali ordini di motivi:

a) a causa dell'insufficiente sviluppo dell'offerta istituzionale in termini di penetrazione *retail*. Ciò accade quando il sistema finanziario di un Paese risulta inadeguato rispetto alle peculiarità della sua economia reale, talché il circuito finanziario informale opera in vece di quello istituzionale. In questi ambiti le transazioni afferenti i circuiti informali sono destinate ad

essere riassorbite nell'alveo del sistema finanziario istituzionale, a seguito dello sviluppo (nel senso della *financial depth*) del sistema finanziario;

b) a motivo dell'elevata rischiosità di tali impieghi. In questi casi, cioè, il finanziatore informale, vuoi per la dotazione di informazioni disponibile (vantaggio informativo), vuoi per le competenze di cui è dotato (trasferimento di competenze complementari), vuoi per il tipo di relazione in cui si pone rispetto al finanziato (maggiore efficacia del *monitoring*), riesce a « gestire » il profilo di rischio del finanziato e a realizzare in regime di convenienza economica operazioni di finanziamento che nell'ambito del circuito istituzionale risultano non convenienti, per via dell'atteggiamento passivo dell'intermediario. In questi casi i finanziamenti realizzati dai circuiti informali arricchiscono l'economia e creano sviluppo, consentendo il finanziamento di attività meritevoli ma non appetibili per chi non ne sappia svolgere anche un attento controllo con poteri di intervento nella fase di gestione del progetto. Il tentativo di ricondurre al circuito istituzionale le operazioni in parola è controproducente rispetto ad obiettivi di sviluppo economico, risultando ad evidenza più appropriata un'azione volta a stimolare uno sviluppo ordinato del circuito informale.

Oggetto di questo scritto è l'analisi delle più significative esperienze domestiche ed estere di finanza informale, con particolare attenzione ai meccanismi di controllo e di gestione del profilo di rischio del finanziato rispetto a tre categorie di soggetti attivi nel circuito informale:

a) i soggetti che intervengono con finalità solidaristiche in forma organizzata e non (banche etiche, fondazioni, liberalità, etc.);

b) i soggetti che intervengono con finalità di lucro in forma organizzata e non (*business angels*, *informal venture capital*, *corporate venture capital*, etc.);

c) i soggetti che intervengono con finalità di lucro, ma che godono di sovvenzioni pubbliche in forma organizzata (finanziarie, società finanziarie, etc.).

Lo scritto è strutturato come segue: nel primo paragrafo si definiscono le caratteristiche qualificanti dei circuiti finanziari informali, in termini di obiettivi perseguiti e di mezzi utilizzati per il loro conseguimento e si presenta un sintetico censimento

delle principali tipologie di operatori afferenti alle tre categorie citate; nel paragrafo successivo, si tratteggia il *modus operandi* di ciascuna tipologia citata di circuito finanziario informale, illustrando le peculiari soluzioni operative innovative adottate relativamente al contesto di riferimento; infine nel paragrafo conclusivo si sviluppano alcune osservazioni in merito alle esperienze esaminate, con riferimento anche alle relazioni che potrebbero instaurarsi tra circuiti informali e formali al fine della massimizzazione dello sviluppo economico e del benessere collettivo.

2. I circuiti finanziari informali: obiettivi

Come cennato in premessa, più di recente si è assistito ad uno sviluppo di circuiti finanziari informali orientati al finanziamento di frange marginali di potenziali prenditori non soddisfatti dal sistema degli intermediari finanziari. Lo sviluppo è impressionante: sia sotto il profilo della quantità dei fondi « intermediati » in tali circuiti; sia relativamente alla capacità da essi dimostrata di operare in condizioni di equilibrio economico e finanziario⁽¹⁾, tenuto conto che buona parte di tali circuiti, pur operando a condizioni di mercato (cioè erogando credito a tassi non sussidiati), può vantare saggi di sofferenza trascurabili (e comunque ben al di sotto dei saggi di sofferenza caratteristici delle istituzioni comparabili) e *financial sufficiency*; sia infine quanto a *fall out* realizzato in termini di sviluppo economico, tanto nell'ambito di PVS, quanto nell'ambito di paesi industrializzati. Ciò va dimostrando una specifica abilità posseduta da tali circuiti di innovare nella micro-canalizzazione

(¹) Sotto questo profilo si usano individuare in letteratura tre differenti intensità di autosufficienza economico-finanziaria: 1) ad un primo livello si pongono gli organismi totalmente dipendenti da elargizioni e sussidi, anche per fronteggiare le proprie spese organizzative e di funzionamento; 2) ad un secondo livello si pongono gli organismi che godono di autosufficienza operativa, cioè capaci di coprire mediante i proventi derivanti dallo svolgimento della propria attività le spese organizzative e di funzionamento; 3) al terzo livello si pongono gli enti autosufficienti, quando non addirittura profittevoli, i quali sono in grado di dare copertura tanto alle spese di funzionamento quanto al costo dei capitali presi a prestito. Cfr. sul punto: A. BOMPANI.

delle risorse in favore di soggetti portatori di potenzialità di sviluppo, grazie alla messa a punto di una *expertise* nel trattamento di prenditori di ridotta dimensione, non usi ad operazioni finanziarie e privi di una capacità di credito riconoscibile dal sistema degli intermediari finanziari (records di redditività conseguita nel passato, attività da utilizzare come *collateral*, etc.).

L'interesse della comunità finanziaria nei confronti dei circuiti informali è andato crescendo di pari passo con l'insoddisfazione ritratta dalla realizzazione di macro-interventi finalizzati ad aumentare la dotazione di risorse finanziarie, tenuto conto che tali interventi spesso hanno dimostrato di canalizzare in modo inefficiente le risorse verso impieghi non meritevoli, con sprechi di capitale e scarso impatto in termini di sviluppo. Curiosamente ciò è accaduto nell'ambito tanto di progetti destinati al potenziamento dei mercati finanziari in PVS, tanto di progetti destinati al rafforzamento di segmenti specializzati del mercato finanziario in paesi industrializzati, quale ad esempio il segmento del c.d. *seed financing*⁽²⁾. La capacità di cogliere opportunità di crescita economica insite in una disponibilità di risorse finanziarie si dimostra dunque inscindibilmente legata all'efficienza del processo con cui esse vengono allocate ai potenziali utilizzatori, ed è in questo ultimo ambito che si colloca il contributo offerto dallo sviluppo dei circuiti finanziari informali. Essi si dimostrano in genere capaci di sfruttare la maggiore prossimità ai finanziati, e quindi in genere il minor differenziale informativo goduto rispetto al sistema finanziario istituzionale, non solo in termini di un miglioramento del processo di *screening* e *monitoring* dei potenziali debitori, ma anche ai fini della realizzazione di un *design* originale nelle modalità di concessione del capitale, le quali si dimostrano di importanza determinante nel successo delle operazioni finanziate.

La vasta e variegata casistica degli operatori attivi nei circuiti informali — come supra cennato — può essere ricondotta

⁽²⁾ Per una sintetica ma articolata e critica panoramica delle iniziative pubbliche volte a stimolare l'offerta di risorse finanziarie adatte al finanziamento dello *start up* e degli *early stages* della vita aziendale si veda: C.M. MASON, R.T. HARRISON, 1995.

a tre principali fattispecie in relazione all'obiettivo preminente cui è volto l'agire del circuito di finanziamento.

Una prima tipologia è costituita dagli operatori che realizzano operazioni di finanziamento nei confronti di soggetti economicamente « deboli » eppure portatori di potenzialità di sviluppo sociale. Tali possono essere: individui in stato di indigenza; istituzioni *non profit* con finalità sociali, imprese *profit* volte anche al perseguimento di obiettivi di benessere collettivo (ad esempio salvaguardia dell'ambiente). I principali operatori di questa tipologia sono dunque, nei PVS, associazioni di credito e risparmio, NGO, programmi di finanziamento finalizzato⁽³⁾ e, nei paesi industrializzati, banche etiche. La loro « filosofia » d'azione è naturalmente differente in conseguenza del diverso grado di sviluppo del contesto in cui si trovano ad operare. Gli operatori attivi nei PVS perseguono obiettivi di sviluppo economico e promozione sociale (riscatto dallo stato di indigenza) del frattile più povero della popolazione tramite la concessione di micro-finanziamenti ad individui poveri ma « *skilled* »⁽⁴⁾, sulla base del presupposto che anche prestiti di ridotta dimensione possano essere in quei contesti sufficienti ad emancipare le fasce più povere della popolazione dallo stato di indigenza e ad avviare circoli virtuosi di risparmio-investimento, su cui possa nel medio termine avviarsi un'onda di sviluppo auto-sostenibile. La concessione di prestiti è cioè funzionale ad attivare capacità di risparmio individuali e a costruire profili di affidabilità,

(3) In letteratura tale tipologia di circuito finanziario informale viene convenzionalmente identificata con: i c.d. *village credit (banking) programmes*, quali ad esempio FAMA in Honduras, CRECER in Bolivia, ...; le Micro Finance Institutions; le ROSCA; banche specializzate quali Grameen Bank in Bangladesh, Rakyat Indonesia UnitDesa system, Prodem in Bolivia. Va inoltre sottolineato che anche nei paesi sviluppati operano circuiti informali di questo tipo, dediti all'erogazione di microcrediti ad individui in stato di indigenza: un recente studio indica che nel 1996 operavano nei soli Stati Uniti 248 *microenterprise development programs*, ma essi in media sembrano caratterizzati da performances assai meno soddisfacenti di quelle di omologhe istituzioni operanti in PVS. Così ad esempio affermano N. BHATT, S. TANG, 1998.

(4) La prassi del c.d. micro-credito è volta a canalizzare crediti di ridotto importo in favore di individui bisognosi al fine di consentire loro di avviare e supportare proprie micro-attività economiche. Il micro-credito non è quindi liberalità, ma operazione finanziaria in favore di soggetti portatori di progetti economicamente viabili ma razionati di credito.

che cumulandosi nel tempo possano contribuire alla costruzione di capacità di credito, anch'esse individuali, soddisfacibili dal sistema degli intermediari finanziari istituzionali. Le banche etiche attive nei paesi industrializzati, invece, perseguono l'obiettivo di canalizzare risorse finanziarie in favore di operatori (*profit* e *non profit*) volti al conseguimento di finalità sociali e non sufficientemente serviti dal sistema finanziario tradizionale, ponendosi quali interlocutori finanziari specializzati e privilegiati del c.d. privato sociale. Ciò che accomuna queste due diverse specie di finanziatori informali è la capacità di raggiungimento di obiettivi di sviluppo economico collettivo in regime di efficienza economica, tramite lo sviluppo di specifiche tecniche in materia di: *screening* dei potenziali debitori, gestione del rischio creditizio, politica di *pricing*. Il fattore critico di successo è la capacità di sviluppare su base individuale il mix di tecniche adatte al contesto, tenuto conto che i tentativi di trapiantare modelli esteri di successo si sono dimostrati per lo più fallimentari. Ciò che caratterizza i circuiti finanziari informali di questa tipologia è l'elevata originalità progettuale insieme con la flessibilità operativa che sole consentono di superare i limiti all'ampliamento del potenziale bancabile già sperimentati dagli intermediari finanziari tradizionali.

Una seconda tipologia di operatori è costituita dai soggetti che intervengono con finalità di lucro in forma organizzata e non. I principali operatori di questa tipologia sono i c.d. *business angels*, privati investitori in capitale di rischio, e i *corporate venture capitalists*, imprese non finanziarie dedite ad investimenti in capitale di rischio in imprese di settori affini. I circuiti finanziari informali di questa tipologia si caratterizzano per la capacità di soddisfare la domanda di capitale proveniente per lo più da imprese nelle prime fasi della vita aziendale, e contraddistinte pertanto in media da elevate probabilità attese di insuccesso insieme con altrettanto elevate redditività medie attese, riuscendo ad innescare opportunità di sviluppo in regime di equilibrio economico e finanziario. In questo caso il circuito informale, pur perseguendo scopi di lucro, assolve ad obiettivi di incremento del benessere collettivo, in quanto riesce laddove gli intermediari istituzionali falliscono, e cioè nel canalizzare le risorse finanziarie adatte a consentire lo sviluppo di nuove imprese, le quali sono elemento indispensabile

per alimentare il processo di continuo svecchiamento del tessuto economico locale, creando occasioni di mobilità sociale.

Una terza tipologia di operatori risulta infine costituita da intermediari che operano in qualità di *brokers* di fondi raccolti da operatori di primario *standing*, a condizioni di costo parametrizzate al *rating* di quest'ultimo e non maggiorate di un premio per il rischio adeguato allo *standing* del prenditore finale dei fondi. Si tratta in genere di Fondi Rotativi destinati a particolari categorie di operatori, i quali finiscono con il godere di una agevolazione di misura corrispondente al *credit spread* che altrimenti verrebbe praticato loro. Il *gap* di finanziamento che questi fondi consentono di coprire attiene in genere alla durata del finanziamento (molto più protratta rispetto a quella dei finanziamenti disponibili a condizioni di mercato) ed alla quota di investimento finanziabile (molto maggiore rispetto alla quota finanziabile a condizioni di mercato). La caratteristica saliente di questa categoria di interventi risiede nel particolare ruolo che l'intermediario svolge nel coprire il *gap* informativo fra finanziato e finanziatore (dedicando alla valutazione del merito del credito risorse in termini di oneri diretti ed indiretti che non si giustificerebbero sulla base di logiche di mercato), grazie anche alla maggior disponibilità cumulata di conoscenze in ambito locale ed alla superiore capacità detenuta di canalizzazione delle risorse in favore di imprese e progetti di dimensione particolarmente ridotta⁽⁵⁾.

3. I circuiti finanziari informali: *modus operandi*

Il successo conseguito nell'ambito dei principali circuiti finanziari informali poggia, come già *supra* cennato, su un mix di specifiche tecniche finanziarie e di capacità di sfruttamento di particolarità del contesto. In questo paragrafo, dopo aver bre-

⁽⁵⁾ Operatori appartenenti alla categoria citata sono ad esempio le *development finance corporations* (DFCS) attive in PVS e supportate da primarie istituzioni finanziarie internazionali, quale ad esempio la Banca Europea degli Investimenti. Per una descrizione dell'esperienza delle DFCS attive nei Paesi dell'area africana, caraibica e pacifica in forza di fondi erogati dalla BEI si veda: P. CARTER, M. INNAMORATI, S. MCCARTHY, 1990.

vemente illustrato il *modus operandi* di ciascuna tipologia citata di circuito finanziario informale, si cercheranno di tratteggiare le principali innovazioni in tema di «tecnicità» finanziarie in uso nei circuiti finanziari informali di maggior successo.

Al fine di tratteggiare sinteticamente il *modus operandi* delle differenti tipologie citate di circuito informale si è costruita la Tab. 1 la quale riporta schematicamente le caratteristiche principali di ciascuna fattispecie di circuito in tema di: *target* di destinatari del finanziamento; strumenti utilizzati; plus goduti rispetto agli intermediari finanziari tradizionali dedotti allo svolgimento di attività comparabili.

Tabella 1 - *Modus operandi* delle principali tipologie di circuiti finanziari informali

<i>Tipo di circuito</i>	<i>Solidaristico in PVS</i>	<i>Solidaristico in PS</i>	<i>Business angels</i>	<i>Circuiti di carta fra imprese hi-tech</i>	<i>Sovvenzionati</i>
<i>Target</i>	Soggetti poveri ma <i>skilled</i>	Progetti etici	Imprese di nuova generazione	Imprese dotate di contenuti sulla value chain presidiata dall'impresa quotata	Soggetti razionali
<i>Strumenti</i>	Microcredito	Credito speciale	Smart capital	Concambio di azioni quotate con azioni non quotate	Credito sovvenzionato
<i>Plus</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Canalizzazione risorse • Decentramento decis/organizz. • Capacità controllo rischio 	<ul style="list-style-type: none"> • Decentramento decis/organizz. • Competenze gestionali di intermediazione 	<ul style="list-style-type: none"> • Capillarità distribuzione • Competenze gestionali di business 	<ul style="list-style-type: none"> • Selezione di imprese • Commitment dell'acquirente a favorire la crescita dell'acquirente 	<ul style="list-style-type: none"> • Canalizzazione risorse • Capacità controllo rischio

3.1. *I circuiti finanziari informali solidaristici nei PVS*

Lo sviluppo dei circuiti finanziari informali nei PVS è funzione della loro capacità di assolvere ai fabbisogni finanziari di soggetti che non chiederebbero, e probabilmente nemmeno otterrebbero, credito presso il sistema finanziario istituzionale.

Tra le molteplici specie di circuiti informali afferenti a questa tipologia un esempio interessante è costituito dalle c.d. RO-

SCA (Rotating Savings and Credit Associations), termine con cui si usa indicare un variegato insieme di associazioni informali fra soggetti che si impegnano ad effettuare pagamenti periodici di importo predeterminato in vista della possibilità di ottenere — più di frequente uno alla volta secondo una successione prestabilita — un credito di determinato importo. In particolare i soci di una ROSCA si impegnano ad effettuare a cadenza prestabilita (usualmente settimanale o bisettimanale, quando non addirittura giornaliera) un versamento in denaro al leader del gruppo (c.d. banchiere), acquisendo al contempo il diritto a ricevere una erogazione di denaro⁽⁶⁾. Le ROSCA assolvono dunque contestualmente ad una duplice funzione: esse infatti soddisfano esigenze di risparmio (*liquidity management*) ed esigenze di credito. Alcune caratteristiche operative di questa tipologia di circuito informale sono di interesse nell'esaminare il problema del finanziamento delle piccole imprese. Una prima caratteristica qualificante attiene alla velocità con cui il richiedente credito ottiene i fondi dal circuito in caso di necessità: essa può condurre ad erogazioni in tempi anche inferiori ad una settimana⁽⁷⁾. La seconda caratteristica qualificante concerne la modalità di selezione dei partecipanti alla ROSCA da parte del leader, il quale di norma conosce personalmente questi ultimi, specie sotto i profili della capacità reddituale e della affidabilità personale. Ancora i circuiti in parola si caratterizzano per la flessibilità operativa, consentendo a ciascun partecipante di calibrare la dimensione di versamenti e prelievi sulla propria specifica capacità di credito, come determinata dal leader del circuito. Infine va sottolineata la funzione educativa svolta dal circuito, il quale impone ai partecipanti una disciplina finanziaria, che, obbligando al risparmio, educa ad un utilizzo consapevole del denaro in una prospettiva pianificatoria.

(6) Particolareggiate descrizioni del funzionamento di specifiche tipologie di ROSCA sono rinvenibili in: A. MAURI; A. SALAS, R. WIELAND, K. STEARNS, 1991.

(7) La rapidità di erogazione caratteristica dei circuiti informali viene tra gli altri sottolineata in A. SALAS, *op. cit.*, che ne testimonia la particolare utilità ai fini di acquisti « speculativi » di scorte in microimprese commerciali o da parte di c.d. *informal commercial importers* (ICI), ed al fine del superamento di momentanee tensioni di cassa.

All'operare dei circuiti finanziari informali del tipo descritto si ispirano le istituzioni di tipo solidaristico attive in PVS, le quali si propongono di innescare processi di sviluppo « dal basso », tramite concessione di micro-crediti che allevino vincoli finanziari alla realizzazione di micro-attività economiche (artigianali, agricole, ...) in regime di convenienza economica ed inneschino circoli virtuosi di risparmio-investimento. Il circuito finanziario informale si qualifica dunque per la sua vocazione a canalizzare risorse finanziarie ad un costo « tollerabile » a soggetti non raggiunti dal sistema finanziario, emancipando al contempo questi ultimi dal rischio di rimanere intrappolati in operazioni di usura, intendendo con questo termine non solo le operazioni illecite con cui un individuo presta denaro a soggetti in stato di difficoltà col fine ultimo di impossessarsi dei beni da questi detenuti, ma anche le operazioni di prestito « predatorie ». In contesti di incompleto sviluppo dei mercati finanziari accade infatti di frequente che i soggetti razionati possano alimentarsi di risorse nel circuito reale, ma a condizioni incompatibili con un uso efficiente delle risorse raccolte e con costi sproporzionati rispetto all'onere effettivamente sopportato dal finanziatore. Così ad esempio accade quando nello svolgimento di attività artigianali/industriali il fornitore delle materie prime o il cliente/distributore, facendo leva sullo stato di razionamento di risorse finanziarie dell'artigiano, concedono credito commerciale a condizioni tali da erodere pressoché per intero il profitto di quest'ultimo⁽⁸⁾.

⁽⁸⁾ Un esempio del tipo è riferito in forma asciutta ma coinvolgente da Yunus, fondatore di Grameen Bank, come concausa scatenante alla fondazione della Grameen Bank. In particolare Yunus racconta di aver incontrato una donna che guadagnava due pennies al dì lavorando tutto il giorno alla manifattura di oggetti di bambù e di essersi stupito di quanto poco ella guadagnasse relativamente al lavoro svolto. La donna spiegò di non avere una disponibilità di fondi tale da consentirle l'acquisto del bambù e di dovere perciò ricorrere a prestiti di denaro dal trader presso cui collocava il prodotto finito per la vendita. Il trader comprando i prodotti finiti le offriva un prezzo che copriva di misura il costo della materia prima, lasciandole un margine di guadagno sufficiente appena per la sopravvivenza. Diversamente se la donna avesse avuto disponibilità di un minimo di denaro contante tramite cui poter comprare « a pronti » la materia prima, avrebbe potuto poi vendere il suo manufatto ad un prezzo tale da ampliare considerevolmente il margine di guadagno. Altre esemplificazioni di situazioni di indigenza individuale causate

In questo ambito dunque due sono i fattori critici su cui si fonda il successo di tale tipologia di circuiti informali.

Un primo importante fattore consiste nell'adozione di idonee « modalità di approccio » ai potenziali prenditori: il circuito finanziario informale aggira non soltanto barriere di tipo spaziale, caratterizzandosi per una maggiore capillarità distributiva rispetto al sistema istituzionale, ma anche di tipo psicologico, rendendo accessibili operazioni finanziarie a soggetti che non adirebbero mai il sistema istituzionale⁽⁹⁾.

Un secondo fattore consiste nella capacità di aggirare gli ostacoli che si frappongono allo svolgimento di attività di finanziamento di ridotta dimensione⁽¹⁰⁾, gestendo in regime di convenienza economica gli elevati « costi di transazione » impliciti in queste operazioni. Le modalità di selezione dei prenditori e di controllo del debitore in uso nei circuiti informali di questa tipologia (e più oltre esaminate in dettaglio) consentono infatti una riduzione dei costi di transazione rispetto all'ammontare che essi assumerebbero qualora l'attività di finanziamento venisse svolta da istituzioni finanziarie.

Al contempo al circuito finanziario informale è attribuito l'obiettivo di « fertilizzare » capacità di produzione di reddito latenti e non coglibili dal sistema finanziario tradizionale (ovvero dai più tradizionali interventi di tipo macroeconomico) a causa della ridotta dimensione. Esso consente talvolta di stimolare una micro-imprenditorialità che porti a migliorare le condizioni

dalla indisponibilità di pur minimi ammontari di capitale sono riferibili a mansioni svolte nell'ambito delle attività agricole e commerciali. Cfr. M. YUNUS, 1992.

⁽⁹⁾ Il problema della autolimitazione della domanda di credito è estremamente diffuso non soltanto nei PVS, ma anche nei Paesi sviluppati come afferma anche di recente uno studio condotto da Bank of England sul finanziamento delle minoranze etniche nel Regno Unito. In esso si sostiene che imprenditori appartenenti a minoranze etniche e residenti nel Regno Unito rifiutano il contatto con le istituzioni finanziarie e che in conseguenza di ciò alcune istituzioni stanno predisponendo specifiche modalità di contatto. Cfr. Bank of England, May 1999.

⁽¹⁰⁾ L'esistenza di difficoltà intrinseche nell'attività di finanziamento di piccolo importo fu testimoniata nella letteratura finanziaria per la prima volta nel 1931 dal McMillan Committee, il quale coniò l'espressione *equity gap* per definire la dimensione minima necessaria a rendere economicamente sostenibile una operazione di raccolta di capitale.

di vita dei destinatari, talaltra di finanziare l'adozione di innovazioni marginali di processo produttivo capaci di alimentare piccoli processi di accumulazione⁽¹¹⁾. Il circuito finanziario informale pertanto assolve ad una funzione complementare a quella svolta da interventi finanziari, finalizzati a promuovere l'introduzione di nuove tecnologie e suscettibili, quando applicate su vasta scala, di incrementare la produttività dei fattori della produzione⁽¹²⁾. Ad esso infatti è attribuito il compito di alleviare la povertà e stimolare e sostenere la creazione di micro-imprese, dapprima riducendo la vulnerabilità economico-finanziaria delle fasce più deboli della popolazione e di qui conducendole ad una maggior capacità di tollerare investimenti maggiormente rischiosi, quali l'assunzione di forza lavoro, l'investimento in capitale circolante ed infine l'investimento in capitale fisso⁽¹³⁾.

3.2. *I circuiti finanziari informali solidaristici nei Paesi sviluppati*

Nei Paesi Sviluppati le esperienze di finanza con finalità solidaristica di maggior successo sono rappresentate dalle c.d. banche etiche, istituzioni finanziarie formalmente riferibili al sistema dell'intermediazione finanziaria istituzionale (le banche etiche sono banche in senso proprio autorizzate dalle Auto-

(11) Avendo sempre a riferimento l'esperienza della Grameen Bank, un esempio di innovazione marginale di processo può essere costituito dall'adozione di sistemi semplici di approvvigionamento e canalizzazione delle acque per l'irrigazione di piccoli appezzamenti di terreno agricolo. Ciò consente ai contadini di coltivare e raccogliere anche nella stagione secca, incrementando la produttività d'uso del terreno. Così M. YUNUS, 1999, pg. 65 e sgg..

(12) Una delle principali obiezioni mosse alla conduzione di programmi di sviluppo fondati sul micro-credito consiste nella loro inettitudine a finanziare investimenti in capitale fisso, i soli in grado di imprimere significativi aumenti di produttività dei fattori della produzione, e quindi in sostanza nella modestia di sviluppo attivabile. Così ad es. J.J. THOMAS, 1995. In effetti i tentativi fatti al fine di quantificare l'impatto in termini di sviluppo e/o di miglioramento del benessere indotto da differenti tipologie di *credit programmes* dimostrano la maggior produttività di finanziamenti di maggiore dimensione (*Income effect*) a livello complessivo; mentre rimane affermato il primato del microcredito nell'indurre miglioramenti nel tenore di vita delle fasce più povere della popolazione. Così P. MOSLEY, D. HULME, 1998.

(13) Per una riflessione critica sul ruolo svolgibile dalle *microcredit institutions* nei processi di sviluppo di PVS si veda anche: G. BUCKLEY, 1997.

rità di Vigilanza), ma nella sostanza dedite ad una intermediazione finanziaria non tradizionale sia sotto il profilo del *target* di clientela servito sia sotto quello degli strumenti e delle tecniche di finanziamento utilizzati. I casi di successo sono rappresentati da: Triodos Bank, in Olanda e Regno Unito; Okobank, in Germania; Alternative Bank Suisse, in Svizzera; South Shore Bank, negli USA; Banque Populaire du Haut-Rhin, in Francia. Ad esse si aggiunge la Banca Etica italiana, di recentissima costituzione ed ai primi tempi di operatività.

Le istituzioni citate condividono sostanzialmente un medesimo progetto, imperniato sull'obiettivo di canalizzare risorse finanziarie verso iniziative socio-economiche che si ispirano ai principi di un modello di sviluppo umano e sociale sostenibile, in cui la produzione della ricchezza e la sua distribuzione siano fondate sui valori della solidarietà, della responsabilità civile e della realizzazione del bene comune. Esse si propongono di realizzare tale obiettivo tramite l'aderenza a tre fondamentali principi: sviluppare la consapevolezza e la responsabilità nell'uso del denaro da parte sia dei risparmiatori sia dei mutuatari, promuovendo la massima trasparenza e democraticità riguardo alla circolazione dei risparmi dei depositanti ed alle loro condizioni di impiego; sostenere finanziariamente iniziative socio-economiche che perseguono finalità sociali, massimizzando il c.d. rendimento socio-economico delle risorse finanziarie; promuovere condizioni di sviluppo sostenibile in quanto fondate su progetti economicamente validi.

Le prime esperienze di banca etica scaturiscono dal desiderio di cittadini impegnati nel perseguimento di obiettivi sociali, quali segnatamente il pacifismo e l'ecologia, di estendere anche alla sfera delle proprie scelte economiche l'applicazione dei principi su cui si impernia la propria vita. In particolare la banca etica si pone quale intermediario finanziario innovativo in grado di consentire al risparmiatore-depositante di autodeterminare la destinazione dei propri risparmi (consentendo sia di evitare settori di impiego non graditi, sia specifiche destinazioni, nell'ambito di una rosa predeterminata di possibili settori finanziabili⁽¹⁴⁾) nonché di deciderne le condizioni di im-

⁽¹⁴⁾ In particolare la costituzione di Okobank avviene in Germania nel 1984 sulla scorta del movimento pacifista ed ecologista, il quale aveva indivi-

piego, specie con riguardo alla durata del prestito ed al tasso di remunerazione applicato. Il depositante può cioè scegliere di rinunciare a parte della (tutta la) remunerazione del proprio deposito al fine di alleggerire il costo del finanziamento per il prestatore, riducendolo al limite al solo pagamento di una sorta di contributo per la copertura dei costi⁽¹⁵⁾. Ciò, accompagnandosi alla produzione di informazione dettagliata circa l'evolvere degli impieghi da parte della banca, è funzionale all'obiettivo di sviluppare una gestione diretta del denaro da parte dei risparmiatori, rendendoli consapevoli delle potenzialità di sviluppo sia economico sia sociale coglibili per il suo tramite. Nella sua applicazione estrema il principio esposto si concretizza nella erogazione dei c.d. crediti diretti, operazioni di prestito nelle quali il risparmiatore determina il beneficiario⁽¹⁶⁾.

Al contempo, tuttavia, la banca etica non intende « fare della beneficenza », bensì convogliare in modo selettivo ed efficiente⁽¹⁷⁾ le risorse finanziarie dei depositanti verso soggetti operanti nell'ambito dell'economia sociale (quali ad esempio organizzazioni autogestite, organizzazioni senza scopo di lucro con struttura gestionale democratica, enti rivolti al conseguimento di obiettivi di interesse collettivo) alleviando il razionamento di quantità e di prezzo che di frequente tali soggetti si trovano a subire. A tal fine le banche etiche possono praticare tassi attivi inferiori a quelli usualmente applicati a tale clien-

duato la contraddizione insita nel manifestare contro il riarmo correndo al contempo il rischio che i propri risparmi venissero convogliati dal sistema bancario ai produttori di armi. Uno degli obiettivi fondanti di Okobank fu pertanto l'astensione dal finanziamento alle industrie degli armamenti e nucleare, ad industrie inquinanti, e/o impegnate in produzioni che comportino manipolazioni genetiche.

⁽¹⁵⁾ Così riportano relativamente al caso della Gemeinschaftsbank tedesca: R. CIMINELLO, F. MASTROFINI.

⁽¹⁶⁾ Un esempio di credito diretto è rappresentato dai certificati (c.d. certificati di deposito vincolati a progetti) sottoscrivendo i quali i clienti possono destinare i propri fondi ad un determinato (specifico) progetto. Così R. CIMINELLO, F. MASTROFINI, pg. 7.

⁽¹⁷⁾ In termini sintetici si può in sostanza sostenere che obiettivo della banca etica è la massimizzazione del rendimento sociale del denaro, garantendone al contempo una rendita soddisfacente. Così affermano con riguardo a Triodos Bank: R. CIMINELLO, F. MASTROFINI, in una sezione del Dossier cit. denominata « La situazione all'estero ».

tela dal sistema finanziario (quando ad essa erogano credito) ed anche erogare crediti « di incoraggiamento » a tasso zero, utilizzando a tale scopo specifici fondi alimentati con utili e/o specifiche donazioni. « Come dice il nome stesso, lo scopo di questi istituti consiste nel dedicarsi a progetti ad alto contenuto etico. Chiariamo il meccanismo: ad esempio è meritevole costituire un'impresa in una zona depressa ed ecco allora che per raggiungere lo scopo si inizia una raccolta di risparmio, cui anche la Banca (etica) concorre, rinunciando a qualche punto percentuale del tasso di interesse » ⁽¹⁸⁾.

Due caratteri qualificanti del *modus operandi* degli operatori appartenenti a questa tipologia meritano un breve commento.

Innanzitutto è degna di attenzione l'importanza da essi attribuita all'obiettivo di proporsi quale interlocutore specifico di riferimento per soggetti economicamente fragili e tradizionalmente non bancabili, svolgendo anche una funzione educativa nei loro confronti, stimolandoli a sviluppare con responsabilità progettuale la propria autonomia e capacità imprenditoriale. Non fare della beneficenza significa che le banche etiche, pur riconoscendo la opportunità di concedere finanziamenti a costi ridotti ad iniziative in fase di avvio, sono anche consapevoli dei problemi creati dai finanziamenti sussidiati. Tali finanziamenti infatti spesso si accompagnano al rischio che il beneficiario non comprenda appieno la serietà dell'obbligazione e degli impegni che si assume ⁽¹⁹⁾.

Un altro importante carattere qualificante degli operatori descritti in questa tipologia è la volontà di operare in condizioni di equilibrio economico, in aderenza al principio di divenire strumenti di sviluppo sostenibile e non sovvenzionato. Le banche etiche cioè riconoscono l'importanza dello sviluppo dell'economia sociale ma credono che esso debba essere economicamente sostenibile, attribuendo ad una tale forma di sviluppo la capacità di favorire una crescita del capitale e della ricchezza che sia in armonia con una migliore qualità della vita. Strumentale alla realizzazione di questo obiettivo è dunque l'orientamento delle banche etiche verso una forte compressione dei

⁽¹⁸⁾ Così G. IMPERATORI, *Anche l'Italia si avvia verso la Banca etica*, Intervista disponibile in rete presso il sito: tol.it.

⁽¹⁹⁾ Così afferma tra gli altri L. Viganò, in F. VOLPI, *op. cit.*

costi di struttura⁽²⁰⁾ e dei costi di raccolta⁽²¹⁾, nonché verso una politica di stretto controllo dei rischi creditizi.

3.3. *I circuiti finanziari informali aventi scopo di lucro*

Nell'ambito dei paesi caratterizzati dal maggior sviluppo dei mercati finanziari (USA e UK) la principale forma di finanziamento non istituzionalizzata delle piccole e medie imprese è rappresentata dall'*informal venture capital*. Tale forma di finanziamento è in continua e costante crescita. Basti dire che già nella prima metà degli anni ottanta gli investitori informali in capitale di rischio (i c.d. *business angels*) rappresentavano i principali finanziatori delle piccole e medie imprese negli USA. Nel 1986 Wetzel stimava che il *venture capital* informale rappresentasse un ammontare di finanziamenti superiore al doppio del *venture capital* c.d. professionale, con un numero di aziende finanziate almeno 20 volte superiore. Solo pochi anni dopo, Gaston (1989) stimava che il *venture capital* informale avesse raggiunto una dimensione otto volte superiore rispetto a quello professionale⁽²²⁾. Dimensioni relative così grandi ed in continua crescita permettono, meglio di ogni argomentazione, di comprendere come l'*informal venture capital* non costituisca né una forma di finanziamento marginale, né un canale sostitutivo rispetto al *venture capital* professionale. Si tratta piuttosto di un mercato, non istituzionalizzato, a ricerca autonoma di capitale di rischio di imprese che non sono ancora in grado di attirare l'interesse del *venture capitalist* professionale, vuoi perché in una fase troppo em-

(20) « Le scelte effettuate per garantire sostenibilità economica al progetto sono riconducibili principalmente ai seguenti ambiti: *personale*, organici ridotti all'essenziale e costo del lavoro contenuto, ovviamente nell'ambito di applicazione dei CCNL dei bancari; la Banca può infatti contare, soprattutto per i livelli di inquadramento superiori, su qualificati elementi disponibili ad una retribuzione anche inferiore a quella di mercato perché spinti dalla condivisione della particolare *mission* aziendale; *struttura e sistema informativo*, struttura snella e flessibile (...); *spese generali*, forte attenzione per il contenimento dei costi e orientamento costante alla riduzione dei possibili sprechi... ». M. PASSINI, 1998.

(21) « I tassi applicati alle emissioni di certificati e obbligazioni saranno mediamente del 15-20% inferiori a quelli di mercato, allo stato attuale dei rendimenti offerti dal sistema ». Ancora M. PASSINI, *op. cit.*

(22) W. WETZEL, 1986; GASTON *a*).

brionale di sviluppo, vuoi perché operanti in settori non caratterizzati da una rapida crescita, vuoi perché di dimensione troppo limitata per giustificare i costi di valutazione e di monitoring da parte del *venture capitalist* classico. L' *informal venture capitalist* copre per altro una gamma di interventi sul capitale di rischio molto ampia e difficilmente configurabile in finanziamenti tipizzabili (essi vanno dal finanziamento a titolo di debito partecipativo concesso ad un neo-imprenditore per l'acquisto di una società già esistente, alla sottoscrizione di nuovo capitale di una impresa da rivitalizzare); pur tuttavia questi interventi si caratterizzano per alcuni tratti comuni:

a) la vicinanza geografica e la prossimità culturale fra finanziato e *business angel* (l'*informal venture capitalist* spesso traduce una domanda potenziale di capitale di rischio in domanda effettiva, favorendo ad esempio il mettersi in proprio di un neo-imprenditore, oppure favorendo lo sviluppo di una impresa su un nuovo mercato di sbocco, etc.);

b) il coinvolgimento del *business angel* nello sviluppo dell'impresa finanziata, vuoi semplicemente per la capacità di inserirla in un importante insieme di relazioni commerciali che l'impresa da sola potrebbe guadagnare solo in tempi molto lunghi, vuoi per la capacità di seguire direttamente alcune aree gestionali da parte del *business angel*, vuoi semplicemente perché il *business angel* è già stato imprenditore mentre il finanziato no; (la Tab. 2 schematizza a questo riguarda le prevalenti forme di coinvolgimento dei *business angels* nella gestione dell'impresa finanziata e fornisce indicazioni circa la loro frequenza relativa);

Tabella 2 - Frequenza e modalità delle diverse forme di coinvolgimento dei *business angels* nella gestione dell'impresa finanziata

Partecipano al Consiglio di Amministrazione	27%
Forniscono consiglio/consulenza al bisogno	21%
Prestano la propria opera part/full time	16%
	64%
Non partecipano alla gestione	36%

Fonte: C. Mason, R. Harrison, 1994.

c) l'acquisizione di partecipazioni di minoranza, che comporta generalmente la dismissione a termine dell'investimento da parte del *business angel*, con la conseguente esigenza di definire il periodo durante il quale l'impresa deve riuscire ad affrancarsi dall'*angel* stesso vuoi perché nel frattempo l'imprenditore è in grado di riacquistare la partecipazione, vuoi perché comunque essa è divenuta cedibile sul mercato c.d. professionale del capitale di rischio (perché è aumentata la dimensione di impresa, perché essa ha superato la fase di sviluppo embrionale, etc.);

d) la estrema personalizzazione del rapporto fra imprenditore e *business angel* qualunque sia il destinatario ufficiale del finanziamento (l'impresa, l'imprenditore, i soci dell'imprenditore, etc.), giacché la capacità di finanziamento informale si fonda sulla credibilità che l'imprenditore ha maturato nel territorio in cui lo stesso *business angel* opera e che al di fuori di esso perde di significato, per via dell'impossibilità di individuare a distanza i riscontri di credibilità professionale, di affidabilità e di spirito di sacrificio necessari a tutelare il finanziatore;

e) l'interesse del *business angel* a promuovere la mobilità sociale (da dipendente a padroncino, da padroncino ad imprenditore) del territorio, svolgendo un ruolo di catalizzatore dell'iniziativa imprenditoriale locale, vuoi per evitare la fuga di iniziative al di fuori dell'area di riferimento, vuoi per un passato da *self-made man* che permette di associare all'iniziativa imprenditoriale il ruolo di un'opzione che deve essere resa disponibile a chi se ne dimostri meritevole, vuoi per un qualsiasi altro elemento di appagamento non direttamente legato al ritorno economico dell'investimento (che gli anglosassoni chiamano *investment fun*);

f) la novità dell'iniziativa finanziata tale da renderla a tutti gli effetti una iniziativa di nuova generazione (senza comparabili), in grado di catturare da subito quei vuoti di offerta che la concorrenza tradizionale lascia sguarniti e che la fanno apparire agli occhi del *business angel* la soluzione più idonea ad un bisogno insoddisfatto, di cui può verificare indirettamente la diffusione per il tramite di testimonianze direttamente raccolte sul territorio stesso.

I *business angels* costituiscono un gruppo abbastanza eterogeneo, il quale comprende individui, quali ad esempio: managers o imprenditori « pensionati » che ricercano opportunità di investimento di disponibilità cumulate nel corso della vita lavorativa al di fuori dei mercati finanziari organizzati; ex-imprenditori che si sono scoperti più abili nell'attività di « incubazione » di imprese altrui⁽²³⁾; imprenditori e professionisti⁽²⁴⁾ con risorse finanziarie e del tempo da dedicare allo svolgimento di attività complementari ad una propria attività principale. La Tab. 3 riporta in termini sintetici un possibile censimento delle differenti tipologie di *business angels* riscontrate nella prassi insieme con una breve spiegazione. Gli investitori informali caratterizzandosi per una forte preferenza per l'investimento in imprese ubicate nelle vicinanze del luogo in cui essi vivono e lavorano⁽²⁵⁾, sono generalmente presenti in aree economiche forti, ad imprenditorialità diffusa, capaci di esprimere anche nella piccola dimensione capacità imprenditoriali evolute. Solo laddove la piccola dimensione d'impresa sia portatrice di casi di successo vi sono le condizioni perché si diffonda il *venture capital* informale. Ciò spiega anche perché il *business angel* sia chiamato a svolgere a livello locale una importante funzione di filtro rispetto alla spontanea proliferazione di proposte di impresa (il tasso di rifiuto dei *business angel*

(23) Così ad esempio narra l'esperienza aneddotica di un imprenditore statunitense del settore della microelettronica riportata in *The Wall Street Journal*, il quale dopo essersi dedicato in proprio ad una attività di progettazione e produzione di componenti microelettronici aveva iniziato a svolgere dilettantisticamente attività di consulenza a nuovi imprenditori del settore. Dato il successo conseguito egli si è trasformato in un *informal venture capitalist*.

(24) Nelle provincie non grandi del nostro Paese ad esempio è relativamente frequente il coinvolgimento nella forma di assunzione di partecipazioni al capitale di rischio di imprese da parte di professionisti che ne abbiano curato la ristrutturazione/ il salvataggio.

(25) « Informal investors have a strong preference for investing in companies that are located fairly close to where they live and work (typically within 100 miles). This geographic pattern of investment partly reflects the localised nature of the referral sources used by informal investors in generating deal flow. However it also reflects the desire of most informal investors to play an active "hands on" role in the business in which they invest. Thus, by raising finance from business angels, small firms can benefit from the substantial commercial skills and entrepreneurial experience of their investors. » Così R.T. HARRISON, C.M. MASON (ed.), 1996, p. 11.

è molto elevato: di poco inferiore al 90%) la quale è molto elevata nelle aree economiche più sviluppate. La possibilità di contare su un sostenuto e spontaneo flusso di affari potenziali (*flow of potential deals*) è naturalmente la prima condizione di successo degli interventi di *venture capital* (siano essi professionali o informali), cosicché non stupisce che la vitalità del territorio, costituisca la prima condizione necessaria alla nascita di *informal venture capitalist*. Naturalmente questi ultimi necessitano di adeguata visibilità sul territorio per poter attirare le proposte imprenditoriali, ed è questa la ragione per cui generalmente si organizzano in gruppi, caratterizzati da una pluralità di professionalità. Tali gruppi sono capaci di dar vita a veri e propri comitati locali di investimento (c.d. *informal investment syndacate*), in grado di formulare un immediato *screening* delle richieste prive di adeguata fondatezza e di decidere modalità e forme di approfondimento delle proposte più significative e ad elevato potenziale.

Tabella 3 - Classificazione delle tipologie prevalenti di *business angels*

<i>Devils</i>	Finanziatori informali che operano al fine di acquisire il controllo dell'azienda finanziata
<i>Godfathers</i>	Ex-imprenditori, consulenti sulla via della pensione
<i>Peers</i>	Imprenditori attivi che aiutano nuovi imprenditori attivi nel medesimo settore seguendo un interesse specifico nel settore, nel mercato di sbocco o nei confronti dell'imprenditore.
<i>Cousin Randy</i>	Investitore informale in aziende di congiunti
<i>Dr Kildare</i>	Professionisti (commercialisti, consulenti, avvocati)
<i>Corporate Achievers</i>	Managers attivi con successo in grandi aziende i quali desiderano aumentare il proprio coinvolgimento in termini imprenditoriali
<i>Daddy Warbucks</i>	Investitori informali estremamente facoltosi
<i>High-tech Angels</i>	Investitori informali specializzati in aziende attive in produzioni ad alto contenuto tecnologico
<i>The Stockholder</i>	Investitore informale « passivo », che non partecipa alla gestione aziendale
<i>Very Hungry Angels</i>	Investitori « razionati di progetti di investimento », cioè dotati di capitale investibile in quantità superiore alle possibilità realizzabili.

Fonte: Gaston, 1989.

L'elemento di coesione fra i *business angels* che compongono tali comitati è costituito dalla convinzione reciproca che sia necessaria una vasta rete di relazioni a livello locale ed un ampio spettro di professionalità per minimizzare i rischi dell'investimento informale. Molto spesso infatti le iniziative che l'*informal venture capital* è chiamato a finanziare sono del tipo «*hit or miss*» nel senso che sono destinate o a fornire ritorni significativi sul capitale o ad essere liquidate dopo poco tempo dall'avvio. La ragione di ciò va ricercata nella novità di proposta al mercato che caratterizza le imprese finanziate; queste ultime infatti, rappresentando imprese generazionalmente nuove quanto ad organizzazione, a grado di esternalizzazione di funzioni o di fasi di processo, a funzioni di costo e di ricavo — finiscono con equivalere a progetti, senza storia e senza comparabili. Il compito assolto dai *business angels* consiste dunque nell'attribuire valore a capacità di reddito mai sperimentate in precedenza, ma che godono dei requisiti necessari a renderle credibili, quali: la dimensione del mercato potenziale, la competenza del team manageriale, la difendibilità del *business model* e la possibilità di massa critica iniziale.

La funzione svolta dal comitato dei *business angels* consiste anche nello svolgere nei confronti dell'impresa una sorta di partnerariato. Si tratta cioè del dotare l'impresa di quelle professionalità di cui non si potrebbe avvalere in autonomia — perché ad esempio troppo costose, o non acquisibili con la semplice crescita di organico, o non in grado di attrarne l'interesse semplicemente per la scala ridotta, etc. — e di quelle relazioni commerciali che richiedono molta reputazione (perché ad esempio richiedono da parte del cliente o del fornitore l'approntamento di risorse dedicate che non si giustificerebbe senza la garanzia della tenuta della relazione nel tempo). In questo senso si può sostenere che il ruolo del *business angel* consiste nel ridurre fino ad azzerare i costi di agenzia che rifluiscono nelle relazioni che l'impresa può intrattenere sul territorio, permettendo così di far godere da subito all'impresa stessa di un ambiente economico favorevole ad accoglierla. Si pensi al caso di una nuova iniziativa che richiede un direttore commerciale di provata esperienza e professionalità, godendo l'imprenditore prevalentemente di competenze distintive nell'area della produzione, ma che non sarebbe in grado

di attrarre se non vi fosse il *gentlemen's agreement* fra i *business angels* ed i potenziali candidati di un loro ricollocamento ad un livello adeguato in altra impresa locale qualora la nuova iniziativa si mostrasse di insuccesso. L'insieme di garanzie informali che i *business angels* sono in grado di estendere sul territorio, sono naturalmente funzione della reputazione che il comitato stesso è stato in grado di crearsi a livello locale grazie ad un significativo *track record* di iniziative di successo già finanziate, che è difficile possano essere annoverate da un unico capitano di ventura.

Lo stretto legame che esiste fra buona riuscita dell'iniziativa finanziata e capitale reputazionale del *business angel* spendibile a livello locale per ridurre i costi di agenzia in capo alla nuova iniziativa fa sì che i *venture capitalist* informali non ricerchino il beneficio della diversificazione (giacché tale beneficio sarebbe godibile sulla remunerazione esplicita del portafoglio investito, ma non sul capitale reputazionale messo a rischio dall'insieme di garanzie informali prestate sul territorio), ma anzi concentrino i propri interventi sulle sole e poche iniziative che possono curare da vicino. Il coinvolgimento degli *informal venture capitalist* nella vita dell'impresa finanziata va infatti ben oltre la semplice rappresentanza negli organi di governo della società, e spesso si estende per vie di deleghe ottenute nell'ambito di tali organi alla vera e propria gestione delle relazioni dell'impresa con il territorio e con i contatti privilegiati creati proprio dal *business angel*.

Queste considerazioni permettono anche di comprendere perché l'intervento degli *informal venture capitalist* si giustifichi solo in una fase particolare della vita dell'impresa (di norma la fase iniziale, o comunque un qualsiasi momento di discontinuità della vita aziendale) e sia destinato a risolversi non appena l'impresa stessa riesce ad affrancarsi dalla tutela del *business angel*, condizione necessaria per poter iniziare a progettare un sentiero autonomo di sviluppo. È questa la ragione per cui il *business angel* differisce in genere da un qualsiasi socio di capitale, il quale ha interesse a mantenere la partecipazione nell'impresa di successo e non a liquidarla « a termine ». Per quest'ultimo la remunerazione dell'investimento non deve confrontarsi con il costo opportunità di nuove iniziative che, richiedendo di essere seguite, non possono aggiun-

gersi al portafoglio di investimenti senza una contemporanea uscita da una iniziativa già affermata. Le modalità più frequente attraverso cui si realizza il *way-out* dell'investimento da parte dei *business angels* è costituita in genere dal riacquisto della partecipazione da parte dell'imprenditore.

La possibilità di realizzare ritorni sull'investimento superiori a quelli realizzabili sui mercati finanziari organizzati costituisce naturalmente il movente principale dell' *informal venture capital*, anche se le motivazioni alla base della costituzione degli *informal venture syndacate* debbono investire aspetti anche di natura non strettamente economica (in primis la visibilità dei *business angels* sul territorio) (cfr. la tab. 4 per una disamina delle ragioni sottostanti alla decisione di investimento da parte dei *business angels*). Le cause che rendono possibile realizzare ritorni elevati da investimenti generalmente considerati « troppo piccoli, troppo illiquidi e troppo rischiosi » per i *venture capitalists* professionali vanno infatti ricercate nella assistenza fornita dagli *angels* allo sviluppo di impresa; assistenza che di norma non è remunerata e che se lo fosse ridurrebbe considerevolmente il ritorno dell'investimento.

Tabella 4 - Motivazioni dei comportamenti di investimento dei *business angels*

Motivo	Molto importante	Abbastanza importante	Poco importante
Conseguire un <i>capital gain</i>	64,4	28,8	6,8
Svolgere un ruolo imprenditoriale	39,7	34,2	26,0
Conseguire un flusso di reddito	29,2	38,9	31,9
Esercitare una possibile influenza su una iniziativa	23,5	50,0	26,5
Conseguire sgravi fiscali	22,1	29,4	48,5
Conseguire <i>investment fun</i>	21,1	39,4	39,4
Supportare familiari o amici	15,9	22,2	61,9
Sostenere nuove iniziative	14,1	32,8	57,8
Supportare iniziative socialmente utili	10,4	28,4	61,2
Conseguire prestigio nella comunità	0,0	4,6	95,4
Conseguire altri benefici non economici	3,0	21,2	75,8

3.4. I circuiti finanziari « di carta » fra imprese dei settori hi-tech

Un segmento a sé del mercato dell'*informal venture capital* è poi costituito dal mercato del c.d. *corporate venture capital*, al quale vengono ricondotte le operazioni di finanziamento di imprese nelle prime fasi della vita aziendale ad opera di altre imprese (di norma più mature e/o di maggiore dimensione). Tali operazioni si prestano in particolare a soddisfare i fabbisogni di capitale di imprese c.d. *technology based*, nelle quali la raccolta di capitale — specie nelle fasi iniziali della vita aziendale — è resa più difficile dall'elevatezza dei costi di agenzia associati alle attività di Ricerca, e ancor più di Sviluppo, se solo si tien conto che l'ammontare di capitale necessario allo sviluppo industriale ed al lancio commerciale di prodotti ad alto contenuto tecnologico è stimato essere da dieci a venti volte maggiore rispetto all'investimento iniziale in ricerca⁽²⁶⁾. Al contempo tali operazioni consentono alle imprese finanziatrici di realizzare efficacemente strategie di crescita esterna e/o di aumentare il proprio grado di « flessibilità strategica », mantenendo elevato il potenziale innovativo e di qui aumentando le proprie possibilità di crescita e di diversificazione in contesti di concorrenza di mercato particolarmente aggressiva.

In questo ambito un fenomeno relativamente nuovo di sviluppo dell'attività imprenditoriale nei settori hi-tech riguarda le operazioni di *mergers and acquisition* realizzate con scambio di pacchetti azionari (*paper*) anziché per contanti. Questo tipo di operazioni si è sviluppato parallelamente alla crescita dei mercati c.d. tecnologici (Nasdaq negli USA, Techmark in Inghilterra e Nuovi mercati nell'Europa continentale) e vede come protagoniste le imprese hi-tech quotate in tali mercati. Queste ultime sono spesso imprese di nuova o comunque di recente costituzione caratterizzate da possibilità di rapido sviluppo, le quali collocano sul mercato finanziario una limitata quota di flottante (20% o anche meno) e tuttavia si avvalgono della quotazione per trasformare le proprie azioni in *exchange currency* nelle operazioni di crescita esterna. Trattandosi di imprese nelle fasi iniziali dello sviluppo, spesso registrano perdite e

⁽²⁶⁾ STANDEVEN, 1993.

non possono accedere ai finanziamenti a titolo di debito ma al contempo godono di prospettive di crescita così sostenute (*three digit growth*) da spuntare quotazioni che rappresentano multipli significativamente elevati del patrimonio netto per azione. Per queste imprese il mercato finanziario assolve alla funzione di dare visibilità, attraverso le quotazioni dei titoli, alla dotazione di risorse intangibili di cui sono dotate ed il cui valore è incommensurabilmente più elevato dell'investimento patrimoniale tangibile. La quotazione permette cioè di far emergere il valore nascosto degli *intangible* e così di dotare l'impresa di un capitale « di carta » molto consistente. Questo capitale è in genere utilizzato dall'imprenditore per realizzare la crescita esterna, attraverso fusioni per incorporazione o acquisti di società tramite la cessione di pacchetti azionari della impresa quotata. Il fenomeno in parola dunque costituisce una particolare variante del *corporate venture capital*, nel senso che — come verrà nel prosieguo chiarito — il circuito finanziario intra-imprese che si viene a creare può soddisfare contemporaneamente i fabbisogni di capitale tanto dell'impresa finanziatrice, onde sostenerne i processi di crescita, tanto dell'impresa finanziata, onde sostenerne lo sviluppo.

Tabella 5 - Dimensione stimata del mercato del *venture capital* informale per paesi (milioni di Euro)

	Ammontare dei fondi disponibili	Abitanti	Ammontare fondi pro-capite
USA	24.862	265,3	93,71
UK	3.000	58,9	51,04
Italia	3.000	56,0	53,57
Finlandia	300	5,1	58,82
Irlanda	20	3,6	5,55
Olanda	1.500	15,5	96,77

Fonte: European Business Angels Networks, Estimated size of the investment pool in Europe, documento disponibile al sito; Italian Business Angels Network, Creazione di reti tra PMI ed investitori informali in Italia.

Un'impresa con un patrimonio netto contabile di 10 lire che riesce a collocare sul mercato azioni di nuova emissione

ad un prezzo pari ad un rapporto *Price to book value* di 20, per un ammontare pari al 20% del numero delle vecchie azioni si troverà a poter disporre di nuovo capitale fresco (tangibile) nella misura di 40 lire ($= 10 \times 0,20 \times 20$, cioè quattro volte la dotazione patrimoniale iniziale) e di un capitale intangibile di 190 lire ($= 10 \times 0,20 \times 20 - 10$, cioè 19 volte la dotazione patrimoniale iniziale). La nuova dotazione di capitale fresco è in genere riservata al sostenimento dei costi di gestione dell'impresa — fra i quali vanno per altro annoverati molti costi aventi natura pluriennale — mentre la dotazione di capitale intangibile viene utilizzata per realizzare operazioni di crescita esterna.

L'impresa quotata viene così ad assumere la veste di una sorta di fondo di investimento chiuso il quale tuttavia può disporre di una quantità di risorse finanziarie pari solo ad una frazione della propria capitalizzazione (nell'esempio pari a 50 lire che, rispetto alle 240 lire di capitalizzazione, ammonterebbero al 21% della capitalizzazione stessa) e che dunque, per dotarsi delle risorse e delle competenze necessarie a mantenere la crescita implicitamente attesa nelle quotazioni di mercato, deve fare leva sulla propria ricchezza «di carta» (cioè sul valore della *brand*). La sproporzione fra il prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni collocate sul mercato ed il prezzo di sottoscrizione delle vecchie azioni da parte dell'imprenditore fondatore è tale che i mercati tecnologici in genere prevedono, per evitare comportamenti opportunistici, un periodo di tempo minimo durante il quale gli azionisti della società quotanda si impegnano a non cedere le proprie azioni a terzi (clausola di *lock-up*).

La crescita esterna prevede di norma l'aumento di capitale della società quotata e di conseguenza l'ingresso degli imprenditori delle imprese acquisite nella compagine azionaria della impresa acquirente (quotata). Poiché in genere nelle imprese hi-tech la competenza del management rappresenta uno dei principali *value-driver*, sono molto diffusi piani di *stock option*, i quali per la stessa ragione vengono estesi anche ai manager/azionisti delle imprese acquisite. In questo senso il capitale intangibile dell'impresa non solo rappresenta la moneta di scambio per la crescita, ma anche un importante elemento per calmierare i costi monetari operativi, in una situazione in

cui il capitale disponibile è solo una frazione del capitale complessivo ed il c.d. *cash burn rate* (cioè il tasso di consumo del capitale liquido) rappresenta un elemento importante di valutazione da parte del mercato della capacità del management di gestire con oculatezza le risorse raccolte.

La capacità dell'impresa di attrarre risorse e partner che consentano la crescita è dunque strettamente legata alla visibilità del valore della propria *brand* sul mercato finanziario, la quale è in genere a sua volta funzione dell'uso che di tale valutazione è fatto dall'imprenditore al fine della crescita stessa. Questa sorta di circuito virtuoso « *strong brand name - attractiveness of staff, customers and partners - highly rated paper - growth momentum* » rappresenta il tratto caratteristico delle imprese quotate hi-tech, le quali avvalendosi del valore attribuito dal mercato alle proprie capacità di crescita, utilizzano tale valore per acquisire le competenze e le risorse necessarie a presidiare l'intera *value chain*. L'esigenza di minimizzare i costi monetari, spinge molte di queste imprese ad operare veri e propri baratti (tipico è l'esempio dei *barter* di pubblicità nell'ambito delle imprese internet) i quali finiscono per essere contabilizzati nella stessa misura fra i ricavi ed i costi senza contribuire alla formazione del risultato di esercizio e senza ingenerare fabbisogno di cassa, ma accrescendo le prospettive di crescita dell'impresa stessa.

Ne emerge un sentiero di sviluppo d'impresa che poggia sì sul mercato finanziario, ma più per la funzione segnaletica che tale mercato è in grado di realizzare che non per i fondi trasferiti dall'impresa. Naturalmente il sentiero di sviluppo deve essere giudicato credibile dal mercato finanziario ed incorporato nelle quotazioni dell'impresa *hi-tech*. La sproporzione fra capitale tangibile d'impresa — come rappresentato dal bilancio — e capitale intangibile — come incorporato nella capitalizzazione di borsa — genera un effetto ricchezza cui non corrisponde una maggiore disponibilità di risorse finanziarie in capo all'impresa e che per poter essere adeguatamente coltivato e mantenuto nel tempo richiede un percorso di crescita *capital saving*. Tale percorso permette di riconoscere anche alle imprese *target* nelle acquisizioni premi consistenti rispetto al capitale tangibile, ancorché regolati in azioni (quotate) e non in *cash*. L'effettiva traduzione di quei premi in risorse finanziarie liquide, finisce con

l'essere legata alla capacità di impresa di rispettare la crescita implicita nelle quotazioni, cioè alla capacità di trasformare progressivamente la ricchezza intangibile in ricchezza disponibile per il tramite di *cash flow* operativi via via sempre più consistenti.

Poiché tale trasformazione è particolarmente rischiosa, il mercato partecipa solo in parte al suo finanziamento, creando tuttavia l'incentivo in capo al management/azionista ad assumere il massimo impegno (*commitment*) nella sua realizzazione. Si innesca così un processo in cui il controvalore delle operazioni di finanza straordinaria o di *barter* fra imprese costituisce un multiplo delle risorse mobilitate dal mercato finanziario, multiplo tanto più elevato quanto maggiore è il rapporto *Price to book value* riconosciuto all'impresa quotata.

3.5. I circuiti finanziari sovvenzionati

I circuiti finanziari della presente tipologia operano in svariati segmenti del mercato dei capitali: essi spaziano da iniziative rivolte a canalizzare via istituzioni specializzate risorse finanziarie a micro/piccoli prenditori nei PVS ad iniziative volte a incentivare la realizzazione di operazioni di *seed financing* da parte di società di *venture capital* attive in paesi sviluppati⁽²⁷⁾. Il loro obiettivo consiste nel maggior sfruttamento della capacità di canalizzazione delle risorse, la disponibilità di maggiori informazioni e l'abilità di controllo del rischio grazie alla disponibilità di risorse a basso costo. Di frequente pertanto i circuiti finanziari in parola traggono alimento da disponibilità tramite le quali l'intermediario viene sussidiato dei fondi necessari a controbilanciare gli elevati costi di valutazione e di monitoraggio conseguenti al tipo di *target* di clientela servito. Ciò in quanto la valutazione di proposte di finanziamento/investi-

(27) L'offerta di sussidi a società di *venture capital* private è stata realizzata dai Governi nella maggior parte dei Paesi industrializzati al fine di contrastare la già citata crisi del mercato del *seed financing*. Tra le iniziative più importanti si possono ricordare: il progetto Seed Capital finanziato dalla Comunità Europea e che ha sostenuto la creazione di 24 fondi di *venture capital* in tutta la Comunità; il progetto Business in the Community inglese; il progetto BJU tedesco e lo schema PPM olandese. Cfr. C.M. MASON, R.T. HARRISON, 1995.

mento di piccole dimensioni e la gestione di un portafoglio di piccoli finanziamenti/investimenti richiedono all'incirca lo stesso input di competenze di natura professionale e amministrativa di un portafoglio molto più grande, mentre i costi che possono essere addebitati sono estremamente più piccoli.

L'interesse per questa tipologia di circuiti di finanziamento deriva dal fatto che essi testimoniano la novità di approccio al problema dell'assistenza finanziaria nei confronti delle PMI da parte delle Autorità di governo economico. E questo secondo due principali profili, attinenti rispettivamente alla maggior importanza relativa attribuita al design ed al management dei programmi di finanziamento e alla consapevolezza dell'importanza svolta dall'attività di integrazione dei circuiti informali di successo nel processo di sviluppo delle economie.

Quanto al primo merita di essere sottolineato come le operazioni di finanziamento via finanziarie sussidiate rappresentino un cambiamento di prospettiva nel senso che esse testimoniano dello sforzo dei finanziatori di calibrare la propria offerta alle esigenze dei prenditori.

Quanto alla seconda merita di essere sottolineata la consapevolezza assunta riguarda al fatto che il problema dello sviluppo delle PMI richiede mix integrati di risorse, tra cui le risorse finanziarie, le quali devono essere tutte rese disponibili secondo modalità le più efficaci possibili. In questo ambito la specializzazione dei ruoli tra istituzioni erogatrici può costituire un fattore di successo delle iniziative. Ma su questo si tornerà più diffusamente in seguito.

4. I circuiti finanziari informali: strumenti

L'esame dell'operatività dei circuiti finanziari informali di successo ha consentito di individuare alcune principali innovazioni nella tecnica di gestione finanziaria.

Esse riguardano: i criteri di *screening* della clientela potenziale; la gestione congiunta dei saldi attivi e passivi della clientela; la gestione del profilo di rischio; la politica di *pricing* applicata; l'elevata diffusione territoriale e lo sfruttamento della prossimità al finanziato. Ciascuno di essi merita separata analisi.

4.1. I criteri di screening della clientela potenziale

Una caratteristica importante delle procedure di *screening* della clientela potenziale utilizzate nei circuiti finanziari informali consiste nell'elevato peso rivestito dalle caratteristiche personali del debitore, le quali nell'ambito di parte delle operazioni di finanziamento realizzate contano più delle caratteristiche di progetto. Quanto detto vale in due differenti sensi. Da un canto, cioè, si rileva che le caratteristiche personali del prenditore sono importanti nel senso che risulta molto focalizzato il *target* di prenditori che il circuito intende servire, e questa è una caratteristica determinante ai fini del conseguimento degli obiettivi di sviluppo che il circuito informale realizza. Come è stato efficacemente osservato, infatti, il problema dello sviluppo finanziario nazionale è stato per molto tempo affrontato come problema di insufficiente dotazione di risorse finanziarie, e pertanto come tale risolto per il tramite di aumenti nella dotazione di risorse della nazione. Solo più di recente si è avuta consapevolezza che il problema dello sviluppo finanziario è anche problema di insufficiente dotazione di risorse in certi segmenti/ambiti di mercato. In condizioni di sviluppo di mercato insufficientemente articolato, anzi, l'incremento nella dotazione di risorse rischia di acuire la frammentazione, atteso che le risorse tendono naturalmente ad incanalarsi nei circuiti tradizionali. Così ad esempio possono adire ai prestiti degli organismi tipo Grameen Bank solo gli individui con dotazione di ricchezza (terreno coltivabile) inferiore ad una quantità prefissata, possono adire ai prestiti delle banche etiche solo i soggetti dotati di caratteristiche istituzionali aderenti agli obiettivi della banca, etc. Ciò è funzionale all'obiettivo di canalizzare le risorse in favore dei soggetti portatori di potenzialità di sviluppo su cui si vuole investire, interrompendo il fluire delle risorse in favore dei circuiti già sviluppati. D'altro canto, avendo riguardo all'aspetto più finanziario del termine, le caratteristiche personali contano nel senso che su di esse si fonda il rapporto fiduciario insito nella relazione di finanziamento, non essendo di norma queste operazioni accompagnate da garanzie e non potendosi contare unicamente sulla *borrowing capacity* di progetto, ma anche e soprattutto sull'attitudine personale del finanziato a condurre a termine l'iniziativa avviata. Può essere

d'interesse a questo riguardo rilevare che addirittura nei circuiti informali del primo tipo sopra descritto i finanziamenti erogati tendono ad avere una dimensione relativamente omogenea e non vincolata al tipo di progetto che concorrono a finanziare, a riprova del fatto che l'affidamento in questi casi fa fulcro più sulle caratteristiche del prenditore che non sulla *debt capacity* del progetto. L'elemento personale rilevante ai fini dello *screening* consiste in particolare nel grado di *commitment* che lega l'individuo al suo progetto e nella determinazione con cui esso si prevede si impegnerà alla restituzione del capitale ottenuto. Il *commitment* di frequente viene enfatizzato facendo leva sul *reputational capital* di cui i singoli godono all'interno di gruppi sociali fortemente coesi per il tramite dello sfruttamento della tecnica del c.d. *group lending* ⁽²⁸⁾, la quale ribalta il problema di valutazione dell'affidabilità del debitore sul debitore stesso, imponendogli di assumersi solidale responsabilità nei confronti dei debiti detenuti da tutti i componenti del gruppo.

4.2. *La gestione congiunta dei saldi attivi e passivi della clientela*

La gestione congiunta dei saldi attivi e passivi della clientela è strumento principalmente utilizzato nell'ambito dei circuiti informali di stampo solidaristico attivi nell'ambito dei PVS. Essa è finalizzata ad indurre i mutuatari a risparmio forzoso, con l'obiettivo sia di creare dei meccanismi di protezione dal rischio (c.d. *built in safety features*, descritti ultra sub c)), sia di stimolare un uso maggiormente consapevole del denaro su cui possa fondarsi in prospettiva la costruzione di una *borro-*

⁽²⁸⁾ Con il termine *group lending* ci si riferisce alla prassi finanziaria di concedere prestiti a gruppi di individui solidalmente responsabili, in luogo che ai singoli individui, con lo scopo di far leva sul maggior senso di responsabilità con cui gli individui rispettano i propri impegni di rimborso quando le conseguenze di eventuali insolvenze ricadono anche su altri. L'esperienza sinora maturata in tema di *group lending* ha condotto alla realizzazione di differenti tipologie di design di contratto, in relazione ai diversi gradi di responsabilità addossata ai differenti membri del gruppo. Per una interessante rassegna delle tipologie di *group lending* maggiormente frequenti si veda: N. BHATT, S. TANG, *op. cit.*.

wing capacity soddisfacibile nell'ambito del circuito finanziario formale. Tale finalità in particolare è ravvisabile nella prassi utilizzata in molti circuiti informali secondo la quale i prestatori possono ottenere finanziamenti di dimensione via via crescente in proporzione alla somma dell'ammontare del prestito precedentemente ottenuto (e rimborsato) più il valore del risparmio cumulato. Essa inoltre ha lo scopo di contrastare la forza centripeta di attrazione dei risparmi finanziari dalle campagne verso i centri abitati. Un inconveniente diffuso in programmi tradizionali di *rural banking* in PVS si è dimostrato infatti essere il fatto che gli sportelli insediati nelle aree rurali hanno funto da canali di drenaggio dei depositi dalle aree rurali verso quelle urbanizzate, con un conseguente ulteriore impoverimento del tessuto economico locale.

4.3. La gestione del profilo di rischio

Con l'espressione « gestione del profilo di rischio » ci si riferisce all'insieme dei differenti « strumenti » tramite i quali il creditore cerca di massimizzare il *repayment ratio*, creando risorse addizionali da destinare al miglioramento dell'equilibrio economico e finanziario del circuito stesso. Essi consistono: nella tecnica detta del *group lending* (o della responsabilità collettiva); nella tecnica del *time commitment*; nella creazione di fondi rischi; nel *repayment scheduling*; nella forma di regolazione delle transazioni. Ciascuna tecnica si trova applicata nella prassi operativa in differenti varianti. In quanto segue si cercherà di esaminare la funzionalità rispetto al citato obiettivo di massimizzazione del *repayment ratio*. La tecnica del *group lending* è volta a far leva sul maggior impegno alla restituzione profuso dagli individui appartenenti a gruppi coesi quando essi sanno di poter arrecare danno agli altri componenti non onorando i propri impegni⁽²⁹⁾. Per massimizzare la efficacia di tale strumento alcuni tra i *credit programmes* di maggior successo erogano i fondi soltanto

⁽²⁹⁾ Il *group lending* talvolta comporta la erogazione del prestito all'individuo, ancorché rendendo responsabili solidalmente del rimborso tutti i membri del gruppo; talaltra invece consiste nella erogazione del prestito al gruppo, il quale poi a propria volta alloca le risorse finanziari tra i membri del gruppo. Cfr. A. HARPER, 1998.

ad alcuni membri del gruppo alla volta, di modo che si elevi la pressione alla restituzione esercitata su coloro che già hanno ricevuto fondi da parte di coloro i quali devono ancora riceverli. Peraltro il *group lending* ha dato risultati differenziati in diversi contesti di applicazione e ciò sembra da porsi in relazione al grado di coesione che si viene a creare nel gruppo, il quale a propria volta dipende dalla vicinanza fisica relativa dei membri, dal grado di omogeneità culturale e sociale esistente tra di essi. Studi comparativi volti a confrontare l'efficacia del *group lending* nei PVS e nei PS dimostrano la minor frequenza di successo della tecnica nei PS, minor frequenza imputabile alla maggior difficoltà di formare un gruppo coeso laddove i membri sono dispersi sul territorio (esperienza delle aree rurali USA), eterogenei quanto a cultura e lingua (esperienza della Los Angeles's Coalition for Women's Economic Development e del Good Faith Fund in aree urbane USA⁽³⁰⁾). La tecnica del *time commitment* consiste nel legare la crescita dell'importo mutuabile al trascorrere del tempo, in relazione al cumularsi di records positivi di affidabilità dell'individuo sui prestiti passati. Le verifiche condotte sull'evolvere della solvibilità individuale al crescere del tempo mostrano in effetti che esiste una durata del periodo di appartenenza del mutuatario al *credit program* oltre la quale il saggio di insolvenza prende a diminuire, mentre simmetricamente per durate del periodo di appartenenza inferiori la frequenza delle insolvenze cresce costantemente⁽³¹⁾. Tali evidenze suggeriscono l'esistenza di una durata critica di appartenenza necessaria al fine di raggiungere il massimo livello di confidenza tra i mutuatari e la « banca », nonché la necessità del trascorrere del tempo al

(30) Una articolata panoramica dei principali fattori di insuccesso dei *microcredit programmes* negli Stati Uniti è contenuta in N. BHATT, S. TANG, *The Problem of Transaction Costs...*, *op. cit.*

(31) A tali conclusioni perviene ad esempio lo studio condotto su un campione di mutuatari di Grameen. Esso mostra che esiste una relazione stretta tra durata di appartenenza al *credit program* e probabilità di insolvenza e che essa raggiunge il suo valore massimo in prossimità di un valore di durata del periodo di appartenenza pari a 9, 75 anni. Per ogni durata media di appartenenza al programma da parte del campione dei mutuatari inferiore a tale valore-soglia si registra che l'incremento di un anno nel periodo di appartenenza media si accompagna con un incremento della probabilità di insolvenza pari a 7%. I. MATIN, 1997.

fine del cumularsi di un sufficiente grado di confidenza con cui il mutuatario possa riuscire a gestire il prestito e le attività finanziate a debito. Il *design* dei prestiti erogati nei circuiti informali prevede inoltre di norma la creazione di fondi « rischi » a carico dei mutuatari, tramite versamento periodico di un accantonamento (usualmente a valere sulla quota di rimborso periodale) e tramite prelievo una tantum all'atto della erogazione⁽³²⁾. Il fondo rischio » così costituito rimane usualmente in gestione al gruppo il quale dovrebbe governarlo sia per far fronte a imprevisti (rischi naturali) sia per fronteggiare temporanei problemi di solvibilità dei membri del gruppo, tramite la concessione di prestiti erogabili a ciascun membro⁽³³⁾. In alcuni circuiti i prestiti in parola sono erogati « a tasso zero » per enfatizzarne la natura as-

(32) L'espressione *fondo rischio* qui utilizzata non è da intendersi nel senso in cui essa viene correntemente utilizzata nella prassi bancaria tradizionale. Innanzitutto va detto che ciascun programma può prevedere la contestuale esistenza di una pluralità di fondi a valere sui prestiti erogati, differenti in relazione all'utilizzo che i mutuatari possono fare delle risorse finanziarie ivi cumulate. (Così ad esempio nel *credit program* di Grameen Bank i fondi costituiti sui prestiti sono 5: il *Group Fund*, alimentato con un prelievo obbligatorio pari al 5% del valore del prestito erogato e destinabile in prestiti gratuiti ai membri; l'*Emergency Fund*, alimentato con un contributo periodico obbligatorio a valere sugli interessi periodali e destinabile a garantire solvibilità ai mutuatari in occasione di calamità naturali; lo *special savings fund*, alimentato con risparmio forzoso dei mutuatari e destinabile usualmente a progetti comuni di gruppo; il *children's welfare fund*, alimentato con risparmio forzoso dei mutuatari e destinabile ad investimenti sociali (scuole, asili, etc); il *disaster fund* originariamente costituito grazie a liberalità internazionali ed ora utilizzabile per prima assistenza in caso di calamità. Ciò che maggiormente rileva, comunque, è il fatto che le risorse finanziarie cumulate in tali fondi sono dei mutuatari, i quali quindi ne sopportano l'eventuale sperpero a seguito di comportamenti opportunistici. Il fatto cioè che le risorse cumulate nel fondo rischi « appartengano » al debitore, il quale può utilizzarle per estendere il proprio credito a fini sia di consumo che di investimento, o per far fronte ad emergenze, conduce di norma il debitore stesso ad una sua maggior selettività nella domanda di credito, venedosi a creare progressivamente una sua esposizione nei confronti del progetto finanziato a debito. Ciò è il contrario di quanto accade usualmente nei prestiti assistiti da garanzie prestate da fondi rischi, i quali possono indurre un incentivo a comportamenti opportunistici del debitore, tanto maggiori quanto più ampia la copertura del prestito assicurata dalla garanzia. In questo senso: M.K. SHAMS, 1992.

(33) È interessante notare che i singoli membri del gruppo possono usufruire del diritto a ricevere questi prestiti a tasso zero a valere sul fondo

sicurativa, nel senso di strumento capace di consentire al beneficiario di assumersi il rischio finanziario derivante dall'assunzione del prestito, grazie alla sua capacità di assorbire (e non di moltiplicare) le eventuali conseguenze dannose di shocks esterni. Ai fini del controllo del rischio, infine, rivestono grande importanza lo *scheduling* dei rimborsi e la loro forma di regolazione. Il piano di rimborso prevede usualmente quote costanti molto piccole ma ad elevata frequenza (una volta alla settimana) onde massimizzare il controllo sul finanziato, e di qui ridurre il rischio di comportamenti opportunistici. Di frequente inoltre il rimborso avviene in forma pubblica, onde sfruttare il controllo sociale del gruppo.

4.4. La politica di pricing applicata

L'evidenza cumulatasi nella letteratura finanziaria in tema di politica di *pricing* effettuata nell'ambito dei circuiti finanziari informali mostra che il costo del finanziamento tende ad essere relativamente elevato⁽³⁴⁾. Ciò risponde a tre fondamentali ragioni. Una prima importante motivazione consiste nell'effetto disciplinante che l'elevato costo del capitale esercita sul processo di selezione dei progetti di investimento e di qui sull'efficienza del processo di allocazione delle risorse finanziarie disponibili all'economia. Livelli relativamente elevati del costo del capitale scoraggiano potenziali debitori che dispongono di progetti a bassa redditività attesa, i quali costituiscono veicolo per una inefficiente allocazione dei fattori della produzione, in quanto sono in media caratterizzati da minori probabilità di successo. La seconda ragione sottostante il livello relativamente elevato del costo del capitale applicato risiede nella maggior onerosità relativa della gestione di tali forme di intermediazione. Come già cennato, il principale tratto caratteristico dei pur differenti circuiti di intermediazione finanziaria informale sin qui descritti consiste proprio nella capacità di esten-

in parola (c.d. *group fund* o *internal fund*) entro ben determinati vincoli di quantità, onde evitare comportamenti opportunistici a danno del gruppo.

⁽³⁴⁾ Questa ad esempio è la conclusione cui giungono P. MOSLEY, D. HUME, 1998, tramite lo studio della *performance*, sia finanziaria, sia in termini di sviluppo indotto, di 13 *microfinance institutions*.

dere l'area della intermediazione finanziaria a frange di prenditori che per dimensione e per rischiosità non possono essere serviti dagli intermediari istituzionali. Il loro successo nello spostamento in avanti della « frontiera » è legato alla capacità di sviluppare soluzioni organizzative, *design* dei contratti finanziari e metodologie di controllo dei rischi innovative e capaci di equilibrare efficacia ed economicità del processo di intermediazione svolto. Il contributo innovativo delle forme di intermediazione informale di successo consiste cioè nella capacità di gestire proficuamente due principali trade-off: uno rappresentato dal binomio costi di intermediazione-importo erogato; l'altro dal binomio costi applicati-erogazione. Il primo binomio citato scaturisce dalle evidenze già citate in materia di *capital gaps* e consiste nella difficoltà di erogare prestiti di ridotta dimensione da parte degli intermediari a causa della impossibilità di comprimere oltre un certo limite i costi fissi legati al singolo atto di finanziamento (costi di istruttoria/*screening* iniziale, costi di *monitoring* del finanziato) e di effettuare pertanto operazioni di finanziamento di piccolo/piccolissimo importo in regime di convenienza economica. I circuiti informali qui esaminati dimostrano invece di sapere comprimere i costi di intermediazione « per lira di capitale erogato » entro la dimensione massima accettabile per il finanziato, prevalentemente grazie al più intenso controllo dei rischi realizzato e nonostante il maggior gravare dei costi tipico di questi enti⁽³⁵⁾. Il secondo binomio citato fa invece riferimento alla capacità di tali circuiti di servire più efficientemente rispetto agli intermediari tradizionali frange di clientela potenziale per le quali la velocità di istruttoria e di erogazione risultano condizioni di importanza preminente, anche tenuto conto dell'aggravio di costo che ne deriva⁽³⁶⁾. Infine, la terza motivazione sot-

⁽³⁵⁾ Un'analisi condotta su alcuni *credit programmes* di differente dimensione ed attivi in ambienti economici caratterizzati da differenti gradi di sviluppo mostra che l'incidenza media dei costi complessivi sul valore dei crediti *outstanding* si colloca in un intorno compreso tra due e tre volte l'incidenza media dei medesimi costi per una istituzione bancaria « normale » dedicata all'erogazione di prestiti di maggiore dimensione. H.R. JACKELIN, E. RHYNE, 1991.

⁽³⁶⁾ La maggior velocità di istruttoria ed erogazione dei finanziamenti è testimoniata in tutte le differenti tipologie di circuiti informali sin qui esa-

tostante alla politica di relativamente elevato costo del capitale applicato dai circuiti informali è da rinvenirsi nel desiderio di perseguire, per il suo tramite, obiettivi di equilibrio economico e di *financial sufficiency* del circuito stesso. L'autosufficienza economica e finanziaria viene perseguita non soltanto in quanto indice di successo del circuito, ma anche al fine di rendere autonomo il circuito, ed in particolare il processo decisionale. I programmi finanziari fondati su importanti apporti di capitale e/o donazioni si trovano di fatto di frequente vincolati nella propria attività in relazione ai condizionamenti posti dai fornitori di capitale stessi, i quali possono perseguire obiettivi diversi da quelli perseguiti dai promotori/amministratori del circuito informale.

4.5. *L'elevata diffusione territoriale e lo sfruttamento della prossimità al finanziato*

Un ultimo elemento innovativo di rilievo nella operatività dei circuiti finanziari informali consiste nell'elevato grado di diffusione e radicamento territoriale loro caratteristico, il quale nei casi dei circuiti maggiormente sviluppati o «istituzionalizzati» si traduce in un maggior grado di decentramento organizzativo e decisionale di cui essi generalmente si avvalgono relativamente alle istituzioni finanziarie tradizionali. L'elevato grado di diffusione territoriale è caratteristica congenita nei circuiti informali giovani o maggiormente primitivi, in quanto essi nascono tipicamente «dal basso»; è tuttavia interessante notare che tale caratteristica viene coltivata anche dai circuiti maggiormente sviluppati e da quelli maggiormente istituzionali, quali ad esempio le banche etiche attive in paesi industrializzati. Ciò consegue alla necessità di trarre frutto dal patrimonio di conoscenze e di relazioni disponibili ai «punti maggiormente periferici della struttura», ancorché richieda di dar soluzione ad un delicato problema di trade-off tra i vantaggi ritraibili dalla prossimità ai finanziati ed i maggiori costi che potrebbero scaturire dal minore sfruttamento

minati: con riguardo all'*informal venture capital* si veda W.E. WETZEL, J. FREEAR, 1996, pg. 65 e sgg.; con riguardo alle *informal credit institutions* N. BHATT, S. TANG, *The Problem of Transaction Costs...*, op. cit., pg. 626.

di economie di accentramento e di agglomerazione. L'elevata diffusione territoriale si realizza dunque in modo «leggero», tramite l'approntamento di strutture fortemente decentrate. Il decentramento in parola si manifesta innanzitutto in un elevato grado di autonomia decisionale conferito agli organi periferici del circuito, con l'ovvio obiettivo di sfruttare il maggior grado di conoscenza (minor grado di asimmetria informativa) di cui essi godono rispetto al centro nello *screening* iniziale delle domande di capitale. Questa caratteristica viene realizzata con metodologie differenziate nei differenti tipi di circuiti. In quelli di tipo solidaristico in PVS, ad esempio, l'elevato grado di diffusione territoriale è raggiunto grazie all'utilizzo di strutture mobili tramite cui gli organi periferici (funzionari) raggiungono la clientela; mentre nei circuiti solidaristici in paesi industrializzati il medesimo obiettivo di diffusione territoriale è perseguito per il tramite dell'utilizzo di strutture dei promotori⁽³⁷⁾, di uffici di rappresentanza e di convenzioni per la distribuzione dei prodotti finanziari offerti con organismi dotati di una capillare rete commerciale. È di interesse notare che in entrambi i casi gli organi maggiormente periferici della struttura sfumano per così dire nella clientela, nel senso che è tipico di queste strutture organizzative anche coinvolgere la clientela nei processi valutativi e decisionali delle operazioni di finanziamento, responsabilizzando la clientela nei confronti delle scelte realizzate⁽³⁸⁾. L'elevato decentramento è anche funzionale ad esaltare, via la prossimità al finanziato, il grado di *commitment* di quest'ultimo nel portare a com-

(37) Così ad esempio nei progetti della costituenda Banca Etica italiana la rete di distribuzione dovrebbe essere costituita da: la sede centrale; una rete di quattro promotori, dislocati in uffici di rappresentanza; i Gruppi di iniziativa territoriale dei soci della Banca Etica stessa; l'Ente Poste ed alcune banche partners, che garantiranno tramite apposite convenzioni il collocamento dei prodotti di raccolta; i consorzi garanzia fidi convenzionati, cui delegare parte del lavoro amministrativo relativo alla gestione degli impieghi; altre strutture per la fornitura di servizi, quali ad esempio organizzazioni socie della Banca oppure cooperative create ad hoc dei soci, dedite alla raccolta, verifica, aggiornamento di informazioni e di documentazione, nonché allo svolgimento della c.d. istruttoria etica. Cfr. M. PASSINI, 1998.

(38) Non a caso nei citati circuiti informali del primo e del secondo tipo i beneficiari del credito di frequente assumono anche la veste di soci dell'iniziativa.

pimento il progetto, tramite il più stretto controllo esercitabile sull'intensità dello sforzo profuso nel rispetto degli impegni presi e grazie al più attento *monitoring* dei più deboli segnali di deterioramento della posizione, cui può conseguire una più veloce azione di correzione. Quest'ultima caratteristica è ad esempio particolarmente evidente nei circuiti informali con scopo di lucro, ove l'elevata frequenza di relazione tra finanziatore e finanziato risulta fattore critico di successo, grazie alla velocità con cui risulta possibile al finanziatore porre in essere strategie di contrasto al deterioramento delle probabilità di successo dell'iniziativa. Essa tuttavia è molto importante anche negli altri tipi di circuito, ove l'organizzazione fortemente decentrata si rivela indispensabile ai fini di poter gestire efficacemente ed efficientemente il *monitoring* delle numerosissime posizioni di ridotto importo di cui consta usualmente il portafoglio. A questi fini si dimostra assai utile anche la possibilità di esercitare tale monitoraggio a differenti livelli della struttura, delegandone lo svolgimento in parte agli organi più periferici, quando non addirittura ai finanziati stessi, come accade nell'ambito del *group lending*.

5. Conclusioni

La sintetica panoramica sul variegato mondo dei circuiti finanziari informali sin qui condotta ha dato modo di constatare la varietà delle tipologie di istituzioni che lo compongono, in termini di obiettivi, capacità differenziali, vantaggi competitivi.

In sede conclusiva pare opportuno svolgere alcune osservazioni sul ruolo che essi possono svolgere ai fini dello sviluppo delle economie in cui operano e sui rapporti in cui essi potrebbero porsi con il sistema della intermediazione finanziaria tradizionale al fine della massimizzazione dello sviluppo economico e del benessere collettivo.

Una prima osservazione scaturisce dalla analisi dell'operare dei circuiti finanziari informali nei PVS. In questi ambiti i circuiti informali devono svolgere un insostituibile ruolo di diffusori di cultura finanziaria., intesa come capacità di pianificare e gestire in chiave anticipata eccedenze e fabbisogni di

cassa. È questo il substrato necessario alla realizzazione di progetti di sviluppo fondati sul debito che, autosostenendosi, consentano una progressiva dilatazione della capacità di tollerare rischi nelle combinazioni produttive da parte dei microimprenditori. Già si è detto come le analisi condotte sulla capacità di programmi di microcredito di indurre sviluppo economico abbiano evidenziato la loro minore efficacia rispetto a interventi volti a canalizzare risorse per maggiori importi verso prenditori non poveri. In parte ciò è dovuto alla maggior avversione al rischio caratteristica delle frange maggiormente povere della popolazione ed al tipo di selezione dei « progetti di investimento » che questi ultimi tendono a realizzare, selezione fortemente sbilanciata nei confronti di progetti che consentano di stabilizzare la capacità di consumo. Il successo del circuito informale nell'attivazione di sviluppo è dunque legata alla sua capacità di svolgere una funzione di *upgrading* nel grado di cultura finanziaria delle frange più povere della popolazione: erogando microcrediti esso riduce la vulnerabilità finanziaria del prenditore (riducendone la sottomissione alla volatilità di reddito) e lo conduce gradatamente alla capacità di poter organizzare la propria attività sulla base di programmi sempre più impegnativi in termini di investimento in capitale circolante, di assunzione di forza lavoro, e infine in dotazione di capitale fisso propriamente detto⁽³⁹⁾⁽⁴⁰⁾. Se ne deduce la forte complementarità di ruolo che dovrebbe instaurarsi tra circuito informale e circuito formale di intermediazione finanziaria, individuandosi una sorta di sequenzialità che dovrebbe regolarne l'operare. Al circuito informale atterrebbe in questi ambiti una funzione di costruzione di capacità di credito suscettibili di ri-

⁽³⁹⁾ Così P. MOSLEY, D. HULME, 1998, *op. cit.*

⁽⁴⁰⁾ Funzionale a questo fine deve essere dunque la capacità del circuito informale di mantenere elevata la tensione nei confronti dell'obiettivo di formazione degli individui, curando in particolare modo lo *screening* dei potenziali prenditori e massimizzando l'efficacia delle procedure di *monitoring* del rapporto creditizio. Chiaramente esemplificativa di questo punto è l'esperienza di recupero di Get Ahead's Stokvel Lending Finance, programma di microcredito attivo in SudAfrica, dimostratosi capace in pochi anni di migliorare straordinariamente il grado di solvibilità del portafoglio crediti e l'incidenza delle spese di gestione grazie ad una serie di incisivi interventi nella gestione del personale di staff e nel design del credito. Cfr. C. CHURCHILL, 1997.

congiungere gli individui al sistema dell'intermediazione finanziaria tradizionale.

Un'altra osservazione attiene invece all'operare dei circuiti informali caratterizzati da un forte radicamento locale/sociale. Ad essi pertiene la funzione di elevare la capacità di tollerare rischio da parte del capitale disponibile nel sistema via l'affinamento di migliori capacità di selezione dei prenditori e di più efficienti metodologie di *monitoring* degli affidati. Il radicamento locale/sociale del circuito informale consente a quest'ultimo di massimizzare il *commitment* del finanziato grazie allo sfruttamento del maggior controllo sociale su di esso esercitato, nonché di poter intervenire molto più velocemente al primo manifestarsi di segni di deterioramento della capacità di restituzione.

Un'ultima notazione infine ha riguardo al costo dell'intermediazione finanziaria svolta all'interno dei circuiti informali. Le indagini svolte in materia danno evidenza della maggior onerosità di queste forme di intermediazione rispetto alla tradizionale intermediazione istituzionale, maggior onerosità per gran parte imputabile alla minor dimensione media ed alla più breve durata delle operazioni in esse realizzate. Purtuttavia i circuiti informali riescono a realizzarle spesso in condizioni di proprio equilibrio economico ed a costi tollerabili per i prenditori. La circostanza trova differenti possibili spiegazioni. Nei circuiti informali in PVS l'onerosità dell'intermediazione è resa possibile grazie al ribaltamento di gran parte delle attività di *screening* e *monitoring* in capo ai finanziati stessi. In effetti lo svolgimento delle attività citate da parte di intermediari istituzionali conduce ad una tale lievitazione degli oneri di organizzazione e gestione del prestito da rendere quest'ultimo non conveniente per il potenziale prenditore. Se ne deduce inoltre l'utilità di forme di integrazione tra circuito informale e sistema istituzionale che assegnino al primo compiti di intermediazione (selezione dei prenditori, affidamento, erogazione, rilevazione e mantenimento del saldo, *monitoring*, incasso delle rate) ed al secondo la fornitura di fondi a tassi di interesse di mercato. In altri circuiti (circuiti informali a scopo di lucro in PS, ma anche circuiti informali in PVS) l'elevata onerosità del finanziamento è resa possibile grazie ad un *contracting* capace di meglio equilibrare il trade off rischio rendimento tra le parti,

innalzando le possibilità di guadagno per il conferente capitale rispetto a tradizionali operazioni di finanziamento. Ne sono esempio sia le operazioni di *informal venture capital*, sia, curiosamente, operazioni di prestito a remunerazione variabile (legata al reddito) diffuse nel mondo islamico⁽⁴¹⁾.

Bibliografia

- BANK OF ENGLAND, *The financing of Ethnic minority firms in the United Kingdom*, May 1999.
- N. BHATT, S. TANG, *The Problem of Transaction Costs in Group-based micro-lending: An Institutional Perspective*, in «World Development», 4, 1998.
- A. BOMPANI, *Sostenibilità economica delle istituzioni di microfinanza. Il punto di vista del sistema bancario*, in F. VOLPI (a cura di), *Problemi della finanza informale e del microcredito nei PVS*, Studi e discussioni - Università degli Studi di Firenze, n. 107.
- G. BUCKLEY, *Microfinance in Africa: Is it Either the Problem or the Solution?*, in «World Development», n. 7, 1997.
- P. CARTER, M. INNAMORATI, S. MCCARTHY, *A review of the European Investment Bank's lending to SME in the ACP countries*, in «Small Enterprise Development», n. 2, 1990.
- C. CHURCHILL, *The shifting paradigm in microfinance - the case of Get Ahead's Stokvel Lending Finance*, in «Small Enterprise Development», n. 1, 1997.
- R. CIMINELLO, F. MASTROFINI, *La banca etica: cos'è, come nasce, quali obiettivi si pone*, Dossier disponibile in rete al sito: tol.it.
- R.J. GASTON, *Finding Private Venture Capital for Your Firm. A complete guide*, New York, Wiley, 1989.
- M. HARPER, *Musharaka partnership financing - an approach to venture capital for microenterprise*, in «Small Enterprise Development», n. 4, 1994.
- M. HARPER, *Group-based management of savings and credit - the case of AKRSP in Pakistan*, in «Small Enterprise Development», n. 2, 1998.
- R.T. HARRISON, C.M. MASON (ed.), *Informal venture capital*, Prentice Hall, London, 1996.
- H.R. JACKELIN, E. RHYNE, *Towards a more market-oriented approach to credit and savings for the poor*, in «Small Enterprise Development», n. 4, 1991.

⁽⁴¹⁾ In Sudan ad esempio è diffusa la c.d. *musharaka*, operazione di finanziamento nella quale il conferente fondi contribuisce alla realizzazione del progetto di investimento in una quota fissata e concorda con l'imprenditore la ripartizione dei profitti. M. HARPER, 1994.

- C. MASON, R. HARRISON, *Informal venture capital in the UK*, in A. HUGHES, D.J. STOREY, *Finance and the Small Firm*, Routledge, London, 1994.
- C.M. MASON, R.T. HARRISON, *Closing the Regional Equity Gap: The Role of Informal Venture Capital*, in «Small Business Economics», n. 7, 1995.
- I. MATIN, *Repayment performance of Grameen Bank borrowers: the unzipped state*, in «Savings and Development», n. 4, 1997.
- A. MAURI, *Sistemi di finanza formale ed informale: possibili interconnessioni*, in F. VOLPI (a cura di), *Problemi della finanza informale e del microcredito nei PVS, Studi e discussioni* - Università degli Studi di Firenze, n. 107.
- P. MOSLEY, D. HULME, *Microenterprise Finance: Is There a Conflict Between Growth and Poverty Alleviation?*, in «World Development», n. 5, 1998.
- M. PASSINI, *Un nuovo strumento finanziario per il Terzo Settore: la Banca Etica*, intervento al convegno del Sole 24 Ore «Enti non profit: la raccolta di fondi e le strategie di marketing», Milano, 26 novembre 1998.
- A. SALAS, R. WIELAND, K. STEARNS, *Informal finance in Kingston, Jamaica*, in «Small Enterprise Development», 4, 1991.
- M.K. SHAMS, *Designing effective credit delivery system for the poor. The Grameen Bank Experience*, Grameen Bank, 1992.
- P. STANDEVEN, *Financing the Early Stage technology Firm in the 1990's: An International Perspective*, cit. in K. McNALLY, *Corporate Venture Capital. Bridging the equity gap in the small business sector*, Routledge, London, 1997.
- J.J. THOMAS, *Replicating the Grameen Bank - the Latin American Experience*, in «Small Enterprise Development», n. 2, 1995.
- L. VIGANÒ, *Microfinanza: determinanti e strumenti di valutazione della capacità di credito*, in F. VOLPI, op. cit.
- M. YUNUS, *Il banchiere dei poveri*, Feltrinelli, 1999.
- M. YUNUS, *Grameen Bank. Experiences and Reflections*, Grameen Bank, 1992.
- W. WETZEL, *Informal risk capital: knowns and unknowns*, in D. SEXTON and R. SMILOR (eds.), *The Art and Science of Entrepreneurship*, Cambridge, Ballinger, 1986.
- W.E. WETZEL, J. FREEAR, *Promoting informal venture capital in the United States: reflections on the history of the Venture Capital Network*, in R.T. HARRISON, C.M. MASON (eds.), *Informal Venture Capital*, Prentice Hall, 1996.

