

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Gennaio-Febbraio 2012

Tariffa Regime Libero:-Poste Italiane S.p.a.-Spedizione in abbonamento Postale-70%-DCB Roma

1

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS - Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

ADALBERTO ALBERICI, Università di Milano	GIOVANNI FERRI, Università di Bari
PIETRO ALESSANDRINI, Università Politecnica delle Marche	LUCA FIORITO, Università di Palermo
PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	MICHELE FRATIANNI, Indiana University
PIERFRANCESCO ASSO, Università di Palermo	EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università del Sannio	GUR HUBERMANN, Columbia University
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	DONATO MASCIANDARO, Università Bocconi, Milano
ALESSANDRO CARRETTA, Università di Roma, Tor Vergata	FABRIZIO MATTESINI, Università di Roma, Tor Vergata
NICOLA CETORELLI, Federal Reserve Bank of New York	PINA MURÈ, Università di Roma, Sapienza
FABIANO COLOMBINI, Università di Pisa	FABIO PANETTA, Banca d'Italia
MARIO COMANA, Università LUISS - Guido Carli Roma	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università del Molise
RITA D'ECCLESIA, Università di Roma, Sapienza	ZENO ROTONDI, Unicredit Group
GIAMPAOLO DELL'ARICCIA, International Monetary Fund	ANDREA SIRONI, Università Bocconi, Milano
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	MARIO STELLA RICHTER, Università di Roma, Tor Vergata
CARMINE DI NOIA, Assonime	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
LUCA ENRIQUES, Consob	ALBERTO ZAZZARO, Università Politecnica delle Marche

COMITATO ACCETTAZIONE SAGGI E CONTRIBUTI:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - ALBERTO POZZOLO (*co-editor*)
MARIO STELLA RICHTER (*co-editor*) - DOMENICO CURCIO (*assistant editor*)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA
«FRANCESCO PARRILLO»

PRESIDENTE
CLAUDIO CHIACCHIERINI

CONSIGLIO

CARLO BELLINI, TANCREDI BIANCHI, MARIO CATALDO,
GIAN GIACOMO FAVERIO, ANTONIO FAZIO, GIUSEPPE GUARINO,
ANTONIO MARZANO, PINA MURÈ, FULVIO MILANO, GIOVANNI PARRILLO,
CARLO SALVATORI, MARIO SARCINELLI, FRANCO VARETTO

Segretario
LUIGI BELLINI

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ANNO LXVIII (NUOVA SERIE)

GENNAIO-FEBBRAIO 2012 N. 1

SOMMARIO

Editoriale

- C. CHIACCHIERINI Per una politica economica basata sul valore d'impresa » 3

Saggi

- G. RICOTTI La pressione fiscale gravante sul sistema bancario:
V. PINELLI questioni metodologiche ed
G. SANTINI evidenze empiriche
L. SANTUZ
E. ZANGARI » 11
S. ZOTTERI

Interventi

- I. VISCO Investire in conoscenza: giovani e cittadini, formazione e lavoro » 45

Rubriche

- Sosteniamo le nostre imprese (*E.P. Pellicanò*) » 55
Rischi sovrani e nuova regolazione finanziaria: le sfide (*C. Oldani*) » 57
Il sistema industriale italiano, all'inizio di una nuova recessione (*P. Ciocca*) » 61
Il credito alle famiglie torna a indebolirsi » 67
Bankpedia: Nuove voci pubblicate:
COMMERCIO EQUO (*M. Michetti*);
EARLY STAGE FINANCING (*G. Calise*) » 71

Recensioni

- F. Cannata - M. Quagliariello (editors), *Basel III and beyond. A guide to banking regulation after the crisis* (*D. Curcio*) » 77

Presidente del Comitato Scientifico: Giorgio Di Giorgio

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Eloisa Campioni, Mario Cataldo, Vincenzo Formisano, Stefano Marzioni, Giovanni Scanagatta, Giuseppe Zito

Direzione e redazione: Largo Luigi Antonelli, 27 - 00145 Roma - Tel. 06 59637615 - Fax 06 5415732
e.mail: redazione@rivistabancaria.it

Amministrazione: Editrice Minerva Bancaria S.r.l.

Via Silvio Pellico, 12 - 20121 Milano - tel. 02/8052146 - fax 02/867391

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

ISSN: 1594-7556

Econ.Lit

BANKPEDIA, IL DIZIONARIO ENCICLOPEDICO ON-LINE DI BANCA, BORSA E FINANZA (*)

VOCI PUBBLICATE

1. **Commercio equo**, di M. Michetti
2. **Early Stage Financing**, di G. Calise

1. **Commercio equo** (*M. Michetti*)

Il Commercio Equo (*Fair Trade*, FT) è un'iniziativa economica in espansione che vede organizzazioni di importatori europei e statunitensi, stabilire relazioni diar. Gli organismi che si occupano di elaborare strategie comuni di supporto e promozione del commercio equo a livello internazionale sono quelli che si riconoscono sotto l'acronimo FINE (FLO, IFAT, NEWS ed EFTA).

La FLO (Fairtrade Labelling Organizations) è una organizzazione internazionale senza scopo di lucro, fondata in Germania nel 1997, avente come finalità quella di introdurre un marchio unico a livello internazionale per i prodotti FT. Prevede un meccanismo di certificazione, con cui sottopone a verifica i produttori, importatori e altre imprese che prendono parte nel processo produttivo. Esso garantisce che i prodotti marchiati FT siano conformi ai criteri previsti e che l'implementazione del loro processo produttivo assicuri particolari servizi (non solo economici) ai produttori svantaggiati. I criteri FT includono: i) Trasparenza e responsabilità del business; ii) Incremento della capacity building; iii) Un mark-up anticiclico sui prezzi praticati dai produttori, il quale incorpora un meccanismo assicurativo che garantisce loro un guadagno minimo; iv) Parità tra i sessi e giuste condizioni lavorative; v) Rispetto dell'ambiente; vi) Investimenti diretti in beni pubblici locali (sanità, formazione) attraverso il contributo fornito alle associazioni di produttori locali; vii) Concessione di crediti; viii) Servizi di esportazione. L'IFAT (International Federation of Alternative Trade) è l'organizzazione internazionale che coordina gli importatori, le organizzazioni di produttori e i venditori finali di prodotti FT.

* Vengono pubblicate sulla Rivista Bancaria - Minerva Bancaria alcune voci del progetto Bankpedia, il Dizionario Enciclopedico on-line di Banca, Borsa e Finanza sponsorizzato dall'Associazione Nazionale per l'Enciclopedia della Banca e della Borsa (ASSONEBB) di Roma. www.bankpedia.org

Infine, la NEWS (Network World's Shops) e l' EFTA (European Fair Trade Association), gestiscono il coordinamento di tutte le botteghe di Commercio Equo nel mondo. La letteratura scientifica documenta diverse possibili forme di esternalità che il Commercio Equo può indurre. È stato evidenziato come esso possa affrontare fallimenti di mercato specifici come il razionamento del credito, il sottoinvestimento in beni pubblici locali (sanità, educazione, formazione professionale), ed il potere di monopolio di intermediari locali o creditori (Becchetti e Rosati, 2007). Ronchi (2006) sostiene nel suo studio che il Commercio Equo contribuisce ad accrescere il potere di mercato di produttori di caffè in Costa Rica affiliati al FT. Becchetti e Costantino (2008) evidenziano che nel loro caso la capacity building, la diversificazione di prodotto e di rischio sono le principali fonti di beneficio locale per i produttori affiliati al FT. Inoltre è stato dimostrato che il mark-up sul prezzo intermedio ed il successo dei prodotti FT genera effetti contagiosi sulla massimizzazione dei profitti dei concorrenti (Becchetti and Solferino, 2008) e converte il Commercio Equo in una fonte di innovazione di prodotto genera una maggiore varietà. Becchetti e Michetti (2008), rilevano una relazione tra il canale del FT e i beni relazionali indotta dal rapporto di lungo termine tra gli importatori e i produttori, per cui si crea un valore sociale addizionale al valore economico nella forma di partecipazione e fiducia generalizzata. Becchetti, Castriota e Michetti (2008), analizzano il FT come possibile misura utile a ridurre il lavoro minorile e ad aumentare il livello di istruzione in Cile influenzando le decisioni dei genitori di mandare o meno i propri figli a scuola. Infine, Becchetti et al., (2007) sostengono che l'affiliazione al FT ha effetti significativi sulla autostima professionale e sul grado di gradimento della propria vita.

Tre sono le principali critiche rivolte al Commercio Equo. La prima suggerisce che il mark-up sul prezzo del bene intermedio è distorto rispetto al prezzo di mercato, in quanto generando un eccesso di offerta invia segnali errati agli altri produttori. La risposta economica a tale punto dichiara che il premio anticiclico può essere perfettamente consistente con l'equilibrio di mercato in situazioni in cui gli intermediari locali e i creditori hanno un potere di monopolio sui produttori svantaggiati. Infatti, il Commercio Equo aiuta a ridurre la dipendenza dei produttori affiliati da quella di altri intermediari (Becchetti and Costantino, 2008) e ad accrescere il loro potere di negoziazione (Becchetti et al., 2008). La seconda critica si riferisce al meccanismo di acquisto standard a cui viene aggiunta una donazione: se l'ammontare è equivalente alla differenza di prezzo tra il prodotto tradizionale e quello FT, lo schema di donazione sarebbe welfare enhancing rispetto alla scelta del Commercio Equo (LeClair, 2002). In risposta si argomenta che bisogna tener presente che la carità, diversamente dal "voto di portafoglio" dei consumatori FT, non ha effetti antitrust a livello locale e non ha alcun effetto positivo sui concorrenti del mercato FT. In terzo luogo è stato discusso che il FT possa produrre effetti negativi sui produttori locali non affiliati (LeClair, 2002). Becchetti et al. (2007) affrontano empiricamente questo problema e mostrano che le esternalità sui produttori locali non affiliati possono essere sia negative che positive.

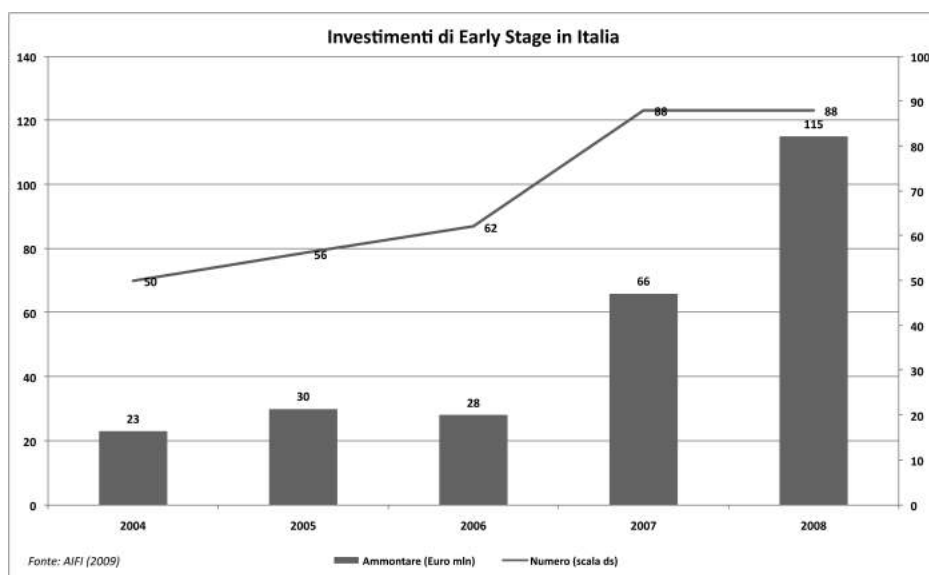
2. Early Stage Financing (G. Calise)

Operazione di acquisizione temporanea di quote di partecipazione al capitale di società, da parte di un intermediario specializzato, finalizzate a finanziarne la fase iniziale (*early stage*), con lo scopo di dimetterle in un arco temporale medio/lungo al fine di realizzare un guadagno in conto capitale.

Gli interventi di *early stage financing* sostengono le fasi iniziali di un'impresa o di un business e sono rivolti molto spesso al settore tecnologico, dove gli alti tassi di crescita attesi che si legano all'innovazione di prodotto consente di formulare ipotesi di uscita nel medio termine pur partendo da livelli dimensionali minori. Si distinguono: (i) investimenti di *seed capital*, orientati a finanziare le prime fasi di sviluppo di un *business* o di un brevetto tecnologico; (ii) investimenti di *start up*, volti a finanziare la fase di avvio dell'impresa, fornendo il capitale iniziale e l'organizzazione amministrativa e/o commerciale quando, ad esempio, è stato sviluppato un brevetto.

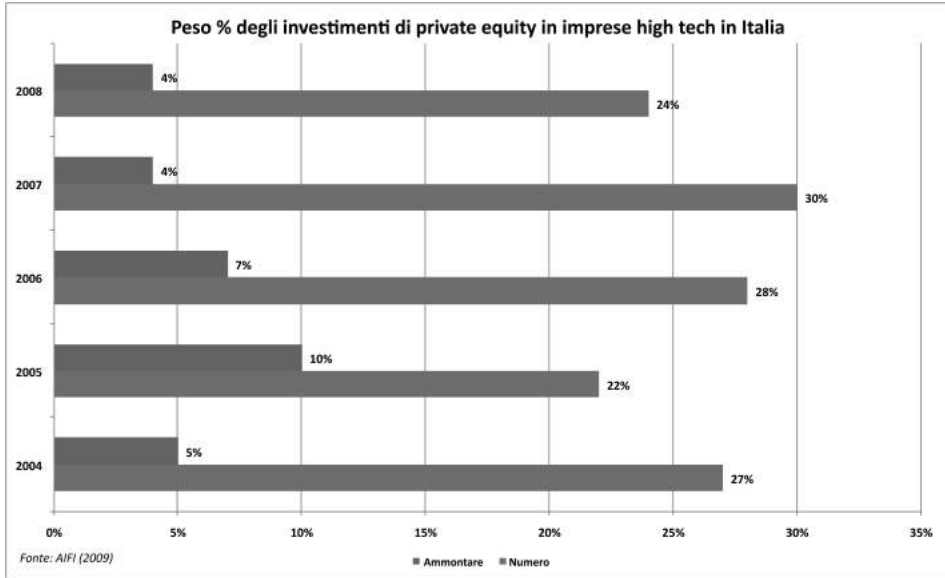
Sono generalmente interventi effettuati attraverso aumenti di capitale successivi, volti a sostenere l'impresa nelle sue fasi di sviluppo.

Il grafico 1 evidenzia l'evoluzione degli investimenti di *early stage* in Italia.

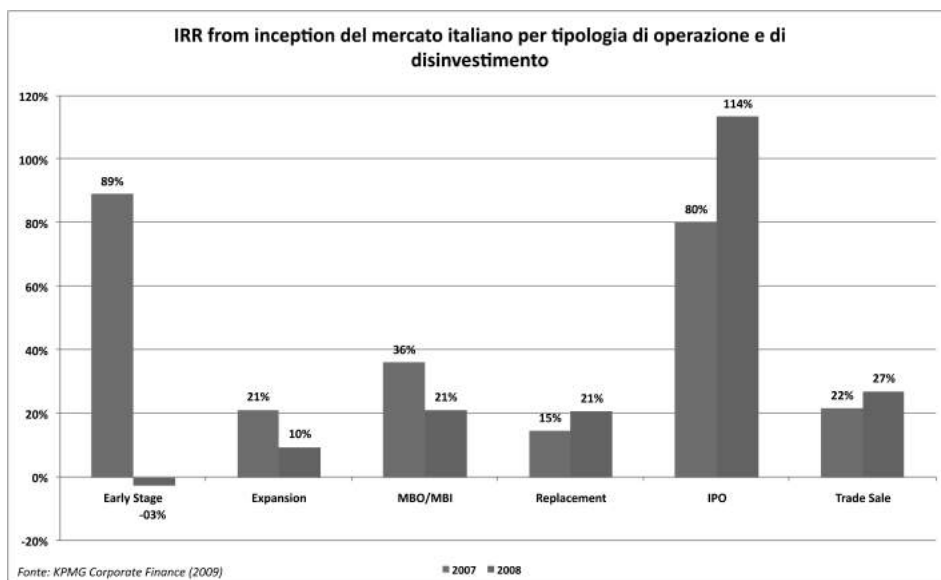


Il presupposto per tali interventi è rappresentato in ogni modo dalle veloci prospettive di crescita della società o del business di riferimento e dalla presenza di un imprenditore con validi progetti di sviluppo e/o brevetti che necessitano di essere commercializzati. Per tali motivi, la maggior parte degli investimenti di *early stage* è rivolta al settore tecnologico, in grado di assicurare alti tassi di crescita attesi del bu-

siness sottostante, rispetto ai settori tradizionali. In Italia, rimane relativamente modesto il peso percentuale degli investimenti di private equity in imprese *high tech* (grafico 2)



In generale, da un punto di vista della creazione di valore dell'investitore, il successo delle iniziative di *venture capital* è legato allo sviluppo del business sottostante, in termini di innovazione di prodotto, di creazione di un nuovo segmento di mercato o di aumento delle quote di mercato dell'impresa finanziata, che possono portare a rendimenti significativi e superiori rispetto ad investimenti di *private equity*, anche se maggiormente volatili (grafico 3)



A fronte di rendimenti attesi superiori, per l'investitore in *venture capital*, vi sono ulteriori rischi che si aggiungono a quelli comunemente presenti in investimenti di *private equity*.

Vi è innanzitutto un rischio tecnologico, legato al mancato successo del *business* oppure all'obsolescenza del prodotto che, nell'ambito della tecnologia, può presentarsi con una rapidità maggiore rispetto ai prodotti tradizionali. Vi è inoltre un rischio legato al *timing* dell'iniziativa, poiché eventuali *competitors* possono entrare sul mercato con un prodotto simile o con caratteristiche superiori con maggiore facilità e rapidità.

Particolarmente significativo è inoltre il rischio di rifinanziare l'iniziativa, nell'ambito dei suoi diversi stadi di sviluppo, poiché diversi progetti tecnologici presentano *cash flow* attesi molto diluiti nel tempo. Non è un caso che diversi *venture capitalist* allochino una parte del capitale a finanziare fasi di sviluppo successive delle aziende (*follow on investments*). La programmazione di tali interventi successivi è peraltro difficile e non sempre prevedibile *ex ante*.

Inoltre in tali imprese è maggiormente accentuato il rischio di management, poiché le singole iniziative sono legate allo sviluppo di un'idea proveniente molto spesso da un ricercatore o un gruppo di ricercatori.

Sussistono, peraltro, maggiori rischi legati alla dimensione delle imprese: in presenza di *early stage financing* le imprese sono ad uno stadio embrionale e se lo sviluppo del prodotto non le porta a dimensioni significative nell'arco temporale di investimento, è possibile che si manifestino difficoltà nello smobilizzo della partecipazione. Tale rischio è maggiormente accentuato se l'investitore acquisisce una quota di minoranza, con difficoltà ulteriori nel controllare strategicamente l'impresa e a dismettere l'investimento.

Tali investimenti, da ultimo, hanno per l'intermediario minori garanzie patrimoniali, essendo l'impresa in una fase di vita iniziale, e minori protezioni in termini di *governance*, e presentano, quindi, un rischio superiore rispetto agli investimenti di *private equity*, correlato, oltre che agli elementi prima evidenziati, anche alla maggior mortalità di tali imprese, in particolare se operano in settori tecnologici, oltretutto alla maggiore difficoltà di smobilizzo, in particolare se l'impresa non riesce a sostenere i tassi di crescita stabiliti inizialmente.

Per la presenza di tali maggiori rischi, gli investimenti di *early stage* sono spesso effettuati da intermediari specializzati come *venture capital funds*; la scarsità di investimenti in tale settore giustifica l'interesse per l'operatore pubblico a sostenere iniziative innovative (grafico 4).

