

# Il finanziamento della nuova economia

**EDITORIALE**

Due tipi di attività caratterizzano quanto di nuovo si è andato sviluppando negli ultimi trent'anni e segneranno sempre di più l'economia dei prossimi anni:

1. le attività che si fondano sullo sfruttamento economico dei risultati della scienza e sull'impiego di know-how e competenze intangibili per finalità economiche;
2. le attività a ciclo produttivo lungo, che comportano il sostenimento di ingenti costi prima che si materializzino ricavi sufficienti a superare il punto di pareggio.

Anzi, molte delle attività tipiche della nuova economia – o “economia della conoscenza” come viene anche chiamata – presentano entrambi gli attributi: prima di produrre ricavi devono sostenere un prolungato ciclo di investimento e gli investimenti consistono prevalentemente in ricerca, in attività intellettuali o in lavori che non si traducono in beni tangibili, ma nell'accumulo di valori impalpabili: aumento delle conoscenze, brevetti parziali o finali, maggiore visibilità sul mercato, accresciuta lealtà dei clienti, maggiore riconoscibilità della marca.

Spesso i processi produttivi tipici della nuova economia presentano anche un altro tratto: quello di cicli di vita dei prodotti abbreviati che rendono ancora più elevato un rischio già rilevante per il lungo periodo di incubazione dei nuovi prodotti.

Per avere esempi di quanto detto si pensi agli anni-uomo di lavoro intellettuale richiesti per la produzione di un prodotto software come Windows 95; oppure agli investimenti in ricerca ed ai tempi necessari per la predisposizione di una nuova molecola nel settore farmaceutico; o all'accumulo di costi per attività immateriali (diritti per programmi da trasmettere ed acquisizione di abbonamenti) che deve effettuare una emittente che intenda operare nella pay-TV; oppure agli investimenti che deve sostenere una impresa che si cimenti nella telefonia mobile per aggregare un parco clienti che generi un volume di ricavi che raggiunga il punto di pareggio. Ma tante altre attività tipiche del ter-

ziario avanzato presentano queste due caratteristiche: la immaterialità di quelli che si possono definire investimenti, perché sono costi i cui benefici si proiettano su più esercizi; la distanza fra il momento di sostenimento dei costi ed il momento di manifestazione dei ricavi.

L'attività cinematografica (ed in generale la produzione di prodotti audiovisivi) è forse la più emblematica a questo riguardo e non a caso la manifestazione più tipica della nuova economia.

Il processo produttivo in questo campo consiste nell'acquisto di diritti (un classico bene immateriale) per trasferire un'idea o la storia di un libro in un film; continua con l'accumulo di spese per la preparazione della sceneggiatura (altro bene intangibile) e della scenografia, parzialmente costituita da beni tangibili, ma inutilizzabili al di fuori dell'occasione specifica; altri costi vengono sostenuti per la formazione del cast e per ottenere le prestazioni (anch'esse immateriali) degli attori e dei vari tecnici del suono, della fotografia o di altro; si continua a spendere per girare e montare il film, per avere al termine un bene (la pellicola stampata o il film digitalizzato su computer) che di materiale non ha quasi nulla; infine si investono altre decine di miliardi per pubblicizzare e promuovere il film.

I primi ricavi arrivano con la proiezione nelle sale cinematografiche, ma il punto di pareggio viene dopo, con la vendita dei diritti per la diffusione via cassetta, per la trasmissione televisiva commerciale e per la pay-TV.

Il ciclo produttivo vede dunque una prima fase piuttosto lunga nella quale si sostengono ingenti spese che non danno luogo ad alcunché di materiale ed il cui successo o fallimento spesso si decide nelle prime settimane di proiezione. Per la totale copertura dei costi e la materializzazione dei primi utili occorre attendere i ricavi aggiuntivi per le utilizzazioni secondarie che si materializzano solo con il tempo.

A determinare nuovi problemi di gestione è proprio la presenza congiunta di questi due fattori: l'immaterialità degli investimenti e la distanza fra il momento di sostenimento dei

## EDITORIALE

costi e quello di acquisizione dei ricavi. Nelle attività più tipiche della fase industriale era già presente il secondo fattore: si pensi alla produzione di energia elettrica dove prima di recuperare gli investimenti ci vogliono decenni. E già questo fatto determinava problemi di finanziamento. Ma lì gli investimenti erano prevalentemente beni tangibili: centrali elettriche, reti di trasmissione, stazioni di smistamento o reti di diffusione.

Ora invece gli investimenti consistono sempre di più di attività che non si traducono in beni tangibili – stabilimenti, attrezzature, laboratori, computer, mezzi di trasporto. A prima vista questo fatto non dovrebbe fare grande differenza, posto che si tratta pur sempre di attività preliminari per la realizzazione di un ciclo produttivo completo.

Invece è proprio l'immaterialità a fare sorgere una serie di problemi nuovi che si amplificano quanto più elevato è l'ammontare dei costi per le attività che non si traducono in beni tangibili e quanto più lunga è l'attesa prima che si palesino i primi ricavi.

Le difficoltà diventano ancora maggiori se prima di pervenire al prodotto si devono attraversare fasi di spesa i cui risultati non solo non assumono la forma di beni tangibili, ma sono soggetti a forti elementi di aleatorietà con esiti difficili da prevedere per gli stessi specialisti ed a maggior ragione per coloro che non hanno conoscenza specifica e diretta del percorso compiuto.

Purtroppo molte delle attività sulle quali si giocano le grandi innovazioni – ma anche le tante minori variazioni di prodotto necessarie per competere nella nuova economia – presentano queste caratteristiche: la preparazione di un nuovo chip, la scoperta di una nuova molecola farmaceutica, la proposta di un nuovo sistema di accesso o navigazione su Internet, i nuovi prodotti software di massa, i film e tutti i prodotti audiovisivi, la messa a punto di nuovi materiali, l'installazione di una rete integrata ed automatizzata con pacchetti di software per la trasmissione di informazioni in tempo reale, la progettazione di un aereo di nuova generazione, il lancio di una nuova rivista.

Proprio perché molte delle attività che caratterizzano la nuova stagione competitiva hanno le caratteristiche indicate, si presentano problemi di gestione nuovi, che mettono a dura prova i rapporti fra i soggetti che intervengono nell'attività di impresa, fra datori di lavoro e lavoratori, ma anche quelli con le banche e più in generale con i mercati finanziari e gli investitori in titoli di credito o in capitale di rischio.

## La peculiarità dei rapporti nei processi produttivi di beni intangibili

In queste pagine l'attenzione sarà concentrata sui problemi particolari che si prospettano nel finanziare le attività in questione. Ma due parole vanno dette anche per quanto riguarda le modifiche che le nuove produzioni sollecitano nei rapporti interni fra il soggetto economico che controlla l'impresa ed alcune categorie di lavoratori: in particolare rispetto a quelli che sono i depositari del know-how specialistico dal quale possono scaturire i nuovi prodotti ad alto contenuto immateriale.

Abbiamo già detto che gli investimenti sono caratterizzati da spese per attività intangibili che a loro volta si traducono in semi-prodotti e prodotti intangibili. La loro natura, il loro decorso ed il loro probabile esito finale – proprio per la immaterialità sia dei fattori di produzione sia dei prodotti intermedi sia di quello finale – sono valutabili con un ragionevole grado di attendibilità, specialmente durante i lavori in corso, solo dagli specialisti; e talvolta anche costoro incontrano non poche difficoltà per comprendere se le spese sostenute siano state produttive o abbiano finanziato esperimenti senza futuro. Inoltre anche le probabilità di successo degli investimenti dipendono molto da questi specialisti, dalle loro capacità e dalle loro motivazioni.

Gli altri soggetti pur interni all'impresa che non hanno una conoscenza intima di quanto avviene nella fase di accumulo del know-how immateriale si trovano di fronte a difficoltà ben maggiori nel valutare se le spese sostenute stiano facendo lievitare qualche cosa che in futuro potrà avere valore economico. Perfino l'azionista di maggioranza può avere problemi di questo tipo – specialmente se egli stesso non è uno specialista: a maggior ragione gli azionisti non impegnati nella gestione.

L'asimmetria informativa fra i vari soggetti coinvolti nelle imprese che operano su fattori produttivi intangibili e sulla produzione di beni intangibili si somma, nel caratterizzare i processi gestionali, all'elevato grado di incertezza circa l'esito finale – fatto che già di per sé determina un forte attrito agli stanziamenti. I soggetti che sono in grado, o credono di essere in grado, di valutare le probabilità di successo e che controllano il fattore scarso maturano aspettative che altri potrebbero non essere in grado di valutare con altrettanta sicurezza. Di conseguenza i primi chiedono risorse ed esigono deleghe che potrebbero essere cruciali per ottenere i risultati attesi, ma che non sempre

trovano risposta proprio perché mancano le controparti interne capaci di valutare la fondatezza delle richieste. D'altro canto è comprensibile che i responsabili delle risorse possano temere comportamenti velleitari da parte di "innovatori visionari" e si attestino su posizioni più caute.

In situazioni tipo quelle descritte, sovente si manifesta una impasse perfettamente comprensibile alla luce della forte asimmetria informativa. Spesso essa risulta insuperabile e ciò spiega il motivo per il quale coloro che coltivano le idee più innovative spesso escono dall'impresa dove le hanno maturate e fondano un propria azienda con i risparmi loro e quelli di pochi amici e conoscenti trascinati nell'avventura. La loro disponibilità ad abbandonare un lavoro sicuro e ad investire quel poco o tanto che hanno diventa la prova della loro fiducia nell'idea sulla quale puntano le loro risorse e diventa il collante che fornisce alla nuova iniziativa la forza per poi aggregare altre risorse finanziarie ed altro personale. Ma proprio questo iter indica i cambiamenti che sarebbero necessari nella struttura dei rapporti fra i datori di lavoro ed i loro dipendenti più dotati di know-how e di capacità affinché l'innovazione possa prendere piede anche all'interno di organizzazioni già consolidate: le persone che si collocano sulla frontiera del nuovo ed intravedono gli extraprofiti che possono scaturire da certe innovazioni mal si collocano in un processo che non li responsabilizza in caso di cattiva gestione e non li premia adeguatamente in caso di esito positivo, come sarebbe necessario per affrontare piani di investimento in attività caratterizzate da forte incertezza, da competenze specialistiche, da output immateriali, da lunghi periodi di spesa prima della apparizione di segni tangibili del valore economico in via di formazione. Il collegamento dei compensi al valore prodotto costituisce un incentivo per legare all'impresa persone decisive per le innovazioni più radicali a più alto potenziale. Ma altrettanto importante è ottenere la loro disponibilità ad accettare il lato negativo del rischio per superare l'asimmetria informativa che li vede privilegiati, nell'intuire la probabilità di successo ed i payoff delle innovazioni e dei prodotti immateriali, rispetto agli altri fornitori di risorse che devono fare un atto di fede nelle loro attese. Mentre tale disponibilità si palesa chiaramente quando una persona lascia il proprio lavoro e rinuncia allo stipendio per fondare una propria impresa, non altrettanto facile è strutturare un meccanismo di responsabilizzazione di tale forza nei confronti di persone che

rimangono dipendenti all'interno di un'impresa non propria. Ma anche su questo fronte vi sono alcuni possibili spazi di manovra ed alcuni strumenti contrattuali che possono servire allo scopo, inclusa la partecipazione azionaria o le *stock options*, i bonus legati al successo dei progetti di innovazione o sistemi simili.

In sintesi, la immaterialità degli investimenti, l'incertezza degli esiti e l'asimmetria delle informazioni e delle attese presuppongono che i rapporti con gli uomini chiave vengano strutturati in modo tale da creare per loro meccanismi di responsabilizzazione e di incentivo molto più forti di quelli previsti nei rapporti di dipendenza abituali.

Altra rilevante questione riguarda la forma organizzativa più idonea per stimolare la creazione di valore quando si tratta di produrre beni immateriali con l'impiego di risorse anch'esse intangibili: in questi casi i processi produttivi consistono nella raccolta, nella selezione e nella combinazione di informazioni e di conoscenze che non hanno nulla a che vedere con le forme produttive di tipo tayloristico che caratterizzano la produzione industriale. Modelli organizzativi gerarchici a più gradini; standardizzazione delle procedure; separazione fra elaborazione ed esecuzione e forte specializzazione delle mansioni sembrano quanto di meno favorevole ad attivare processi collettivi di "apprendimento" che sono l'essenza della produzione di questa specie.

Non volendo concentrare l'attenzione sulla modifica dei rapporti di lavoro, quanto detto basta. Ma consente anche di aprire il problema specifico che qui si vuole trattare: quello relativo al finanziamento di questo tipo di attività. In realtà il problema è duplice:

1. come monitorare il formarsi o il distruggersi di valore in presenza di investimenti in attività intangibili;
2. come fare confluire risorse finanziarie in iniziative che le assorbono in attività intangibili prima di restituirle sotto forma di ricavi dopo un tragitto lungo e spesso carsico e poco osservabile specialmente da occhi esterni all'impresa.

### **Il monitoraggio della formazione del valore durante il tragitto dell'investimento**

Prima di pensare al modo di attrarre risorse è utile riflettere sui problemi che si pongono a chi gestisce un'impresa i cui investimenti sono

**EDITORIALE**

## EDITORIALE

in attività immateriali. Anche quando i processi produttivi si manifestano con investimenti materiali che anticipano la formazione dei ricavi c'è il problema di monitorare questo tipo di attività e di rappresentarle contabilmente in modo adeguato. Gli strumenti contabili sono i conti degli investimenti e quelli degli oneri pluriennali. Tutti sanno che vi è un margine di discrezione, nel momento nel quale si manifestano delle spese, sulla scelta fra imputarle all'esercizio o considerarle un investimento e capitalizzarle. Ma anche se c'è un margine di discrezionalità, uno stabilimento è uno stabilimento; un impianto è un impianto; le attrezzature sono verificabili ed altrettanto verificabile è la loro natura pluriennale o meno. In breve, pur con qualche incertezza, si può documentare l'atto di investimento e si può verificare l'esistenza concreta di un'attività inserita nelle poste di bilancio come investimento. Ed è anche possibile un confronto fra il valore della posta e quello sostenuto o quello che avrebbe se fosse collocata sul mercato. Qualche incertezza maggiore sorge quando si tratta di valutare la correttezza dei tempi di ammortamento perché essi dipendono – al di là delle norme civilistiche e fiscali – dallo stato di obsolescenza che è legato all'emergere di nuove forme produttive.

Ma se nell'attività di investimento che si estrinseca prevalentemente in beni materiali c'è solo qualche incertezza, essa si amplifica a dismisura quando le spese sostenute non danno luogo a beni, ma a "stadi di avanzamento" nel processo di accumulazione di know-how, alla aggregazione di competenze non facilmente misurabili, alla produzione di componenti elementari di prodotti la cui fisionomia finale è ancora da determinare, oppure alla formazione di una intangibile immagine di marca.

Quando l'attività di investimento è di questa natura il primo dubbio che può sorgere è di questo tenore: stiamo davvero investendo o stiamo sprecando risorse su progetti senza futuro? Si pensi alle spese pluriennali nella ricerca di una nuova molecola per usi farmaceutici: nessuno sa prevedere con ragionevoli probabilità se le risorse vengano versate in un pozzo nero dal quale non usciranno mai più oppure se sfoceranno in una scoperta ricca di prospettive. Come gestire dal punto di vista contabile le somme spese in attività di questa natura? Con quale strumenti e con quale logica controllare se le spese così sostenute danno luogo alla formazione di un valore, sia pure in divenire, o non sono semplicemente costi improduttivi da non capitalizzare?

A questioni del genere è difficile dare una risposta: tanto meno è possibile dare prescrizioni. Ma traspare da queste considerazioni che la rappresentazione contabile dell'andamento dell'azienda nel mentre è in corso un processo di investimento in attività intangibili è complesso e soggetto ad alti margini di discrezionalità. Ai fini interni, la logica vorrebbe che si adottassero tutti gli strumenti di rilevazione contabile ed extracontabile per discernere fra le spese che costituiscono errori e dispersione di risorse che mai produrranno frutti, da spendere in conto esercizio, e quelle che danno luogo alla formazione di un valore economico che non produce ancora ricavi, ma che li produrrà con alta probabilità nel futuro. Proprio al fine di discernere nel modo migliore le voci di spesa che danno luogo alla formazione di "valori pluriennali" da quelle il cui effetto si esaurisce nel corso dell'esercizio, si è sviluppato negli ultimi anni un filone di ricerche e di pratiche volte a misurare con indicatori extracontabili l'evoluzione del capitale intellettuale e di quello strutturale di tipo immateriale. (1) Sulla scia di queste ricerche sono emersi modelli di valutazione della performance il cui obiettivo è proprio quello di integrare i dati contabili tradizionali con una serie di altri indicatori extracontabili in grado di misurare la performance dell'impresa nei confronti del mercato, il grado di soddisfazione dei clienti, la notorietà della o delle marche, l'arricchimento del patrimonio conoscitivo del personale, lo stadio di maturazione delle ricerche in corso ed altri indicatori analoghi. Le imprese che adottano queste prassi sono di solito quelle più avanzate e redditizie. Pertanto non pensano minimamente di utilizzare questi strumenti per avere elementi probanti per capitalizzare quote maggiori delle spese incorse durante l'esercizio alla luce del loro contributo all'accrescimento del capitale intangibile. Anzi, proprio perché sono redditizie queste imprese preferiscono spendere quanto più possibile anche voci che alla luce della loro natura potrebbero apparire capitalizzabili, al fine di minimizzare il carico fiscale.

Queste imprese, lungi dall'utilizzare gli indicatori di evoluzione del capitale intellettuale e di quello strutturale intangibile ai fini di rimpolpare i documenti contabili con l'appostazione di componenti di capitale intangibile, hanno creduto necessario sviluppare sistemi di monitoraggio proprio perché ritengono che in presenza di questi fenomeni sia necessario controllare in modo attento l'utilizzo delle risorse per accertare se concorrano alla formazione di valori al di là di quelli contabili mantenuti per

prudenza sul versante più conservativo. La cautela nell'utilizzo di questi strumenti supplementari di monitoraggio della formazione delle attività intangibili è legata anche ai rischi di una doppia contabilizzazione, nel caso che rilevino gli incrementi di capitale invisibile sia nella voce oneri pluriennali sia extracontabilmente con parametri che rilevano gli effetti di tali spese capitalizzate con riferimento al numero di brevetti o alla notorietà della marca o al grado di soddisfazione dei clienti.

Una politica disinvolta che capitalizza spese che non si riferiscono al futuro gonfia i bilanci di attività inesistenti; una politica troppo cauta che manda a conto esercizio anche spese produttive di natura pluriennale deprime i conti economici e non rileva negli stati patrimoniali il valore degli investimenti, sottovalutando il valore contabile e quello reale dell'impresa. L'immaterialità e la difficile determinazione del valore connesso con gli investimenti di questa natura rendono possibile sia la prima sia la seconda pratica. Inutile dire che dal punto di vista della gestione interna la prudenza vorrebbe che non si portino a stato patrimoniale valori ipotetici, ma solo valori ragionevolmente dimostrabili.

Anche ai fini della comunicazione verso l'esterno, dal punto di vista civilistico l'art. 2426 prevede che i "costi di impianto e di ampliamento, i costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità aventi utilità pluriennale possono essere iscritti nell'attivo con il consenso del collegio sindacale". La prescrizione di tale consenso esplicito corrisponde alla necessità ravvisata dal legislatore di porre un argine all'eventuale tentazione del management di sopravvalutare il valore pluriennale delle spese, tentazione che è tanto più grande quanto più forte è lo spirito di innovazione che spesso induce i dirigenti a nutrire una fede quasi cieca nelle loro idee e nei loro progetti. Poiché la verifica se le une e gli altri sono fondati o sono invece velleitari si può avere solo ex post, il legislatore vuole evitare che nel frattempo i bilanci finiscano gonfiati da spese pluriennali che in realtà non hanno alcuna utilità futura. Il management, invece, può essere tentato di sottrarre ai costi da imputare al conto di esercizio una parte di essi, capitalizzandoli, per altre esigenze: in particolare, proprio per il bisogno di presentarsi in modo migliore ai potenziali finanziatori dell'impresa. Una politica di questo tipo consente infatti di mostrare conti d'esercizio più sani e stati patrimoniali più solidi, in linea con la realtà se le spese capitalizzate hanno davvero una utilità pluriennale. In caso contrario, il miglioramento

è solo formale ed è funzionale ad attirare i finanziatori, presentando una situazione più rosea di quella effettiva.

La tentazione di adottare politiche di questo tipo può essere tanto maggiore quanto più le pratiche di finanziamento e di investimento sono conservatrici e si basano non sullo studio della qualità dei progetti da parte di esperti del campo e sui *cash flow* prospettici, ma proprio sulla struttura statica dello stato patrimoniale e del conto economico.

Che vi siano grandi difficoltà da parte dei documenti contabili a tenere traccia della formazione del valore specialmente in imprese di questo tipo è provato dal rapporto fra i valori di borsa ed il patrimonio netto contabile, ma anche dai multipli prezzo/utili che si manifestano quando le azioni vengono collocate in borsa. Mentre nelle imprese più tradizionali il valore sul mercato azionario oscilla attorno al valore patrimoniale netto (rettificato quando i valori sono registrati al prezzo storico ed hanno subito deformazioni in seguito a marcati processi inflazionistici), nelle imprese dove le componenti immateriali sono rilevanti i valori di mercato spesso si scostano marcatamente in senso positivo o negativo dal valore contabile del patrimonio. Per alcune imprese il valore di borsa è 5-8 volte superiore senza che ciò sia giustificabile per il particolare livello dei redditi. In alcuni casi sono state quotate sul mercato americano imprese che avevano registrato perdite per diversi anni e ciò nonostante hanno realizzato quotazioni superiori e talvolta di molto, al valore del patrimonio contabile. La differenza si spiega solo alla luce di attese di redditi futuri che dai documenti contabili non traspaiono neanche lontanamente. È come se il mercato percepisse che l'azienda ha un sottofondo di valori inespressi sui quali è pronto a scommettere.

Il quesito più che naturale è sul cosa si possa correttamente fare per rendere trasparenti situazioni di questo tipo nei confronti dei finanziatori e degli investitori al fine di attrarre i capitali necessari e di ridurre il costo senza venire meno alla prudenza che gli amministratori devono avere nel gestire i dati contabili.

### **Il finanziamento delle attività a forte contenuto di beni intangibili ed a produttività differita**

Le osservazioni precedenti hanno messo in luce quanta difficoltà incontrino gli amministratori nel rappresentare contabilmente a sé stessi

**EDITORIALE**

## EDITORIALE

L'attività di impresa quando questa è caratterizzata da ingenti spese in attività immateriali a produttività differita. Perfino il management a stretto contatto con i processi dai quali dovrebbe scaturire la formazione delle attività intangibili ha problemi nel discernere se le spese sostenute e che non si sono già tradotte in ricavi siano state improduttive o abbiano dato luogo ad un incremento di valore in quella forma più incerta e meno misurabile di "stato di avanzamento" di know-how, di aumento della lealtà della clientela, di accumulo di competenze o in altre similari forme di valore immateriale.

Se è difficile per chi opera all'interno avere una chiara percezione della dinamica di formazione dei valori, il problema si amplifica per chi è esterno all'impresa e deve interagire con essa sulla base di documenti contabili o di altre informazioni di prima o seconda mano. L'asimmetria di informazioni che già caratterizza i rapporti interni - fra chi lavora sulla frontiera dei processi produttivi di beni intangibili, gli altri manager, gli amministratori o i sindacati - cresce ulteriormente.

Per alcuni degli interlocutori esterni il divario informativo non solleva problemi di particolare difficoltà. Li solleva invece - e come - per i fornitori di capitale a qualsiasi titolo, di credito o di rischio. Infatti l'impresa impegnata in lunghi periodi di investimento assorbe risorse finanziarie che restituirà quando e se verranno a maturazione i frutti della gestazione. La prassi, specialmente nel nostro paese, è che le banche finanzino le imprese o sulla base di precise garanzie (cespiti dell'attivo vincolati a favore del finanziamento o garanzie fideiussorie basate su cespiti personali esterni) oppure, nella migliore delle ipotesi, sulla base di una generica garanzia costituita dalla solidità dei bilanci. In questo secondo caso i finanziamenti vengono concessi nel momento nel quale il conto economico si prospetta in equilibrio e lo stato patrimoniale appare contenere cespiti attivi sensibilmente superiori ai debiti perché coperti da un adeguato capitale di rischio.

Il finanziamento concesso a fronte di una specifica garanzia sul cespite è certamente praticabile - pur con tutte le obiezioni che la teoria ha segnalato - a fronte di investimenti materiali: impianti, stabilimenti, macchine, mezzi di trasporto. Ma cosa succede se l'investimento è del tipo descritto, ovvero è un susseguirsi di spese che si traduce, quando va bene, in un accumulo di beni intangibili, quali una maggiore notorietà della marca, o l'avanzamento di un progetto di ricerca? Quale tipo di garanzia si può

mai levare su beni che non hanno manifestazione tangibile? Rimane l'altra forma di finanziamento: quella che si basa sulla solidità dei conti economici e patrimoniali. Ma anche in questo caso emergono subito le difficoltà. Abbiamo visto nel paragrafo precedente che sia il conto economico sia quello patrimoniale, quando contengono oneri pluriennali, acquistano un elemento di grande incertezza. Proprio per fronteggiare questo problema il legislatore impone grande prudenza al management, richiedendo un consenso esplicito del collegio sindacale alla capitalizzazione delle spese aventi utilità pluriennali. Se la capitalizzazione sarà stata molto prudente, la banca finanziatrice si troverà un conto economico indebolito ed uno stato patrimoniale con minori cespiti attivi; quindi almeno nelle apparenze con una minore capienza di credito. Se la capitalizzazione sarà stata abbondante, la banca avrà di fronte un'azienda apparentemente più florida, ma non potrà non nutrire dubbi e preoccupazioni sull'effettiva consistenza delle poste attive rappresentate da oneri pluriennali. La difficile posizione delle banche di fronte a questi valori intangibili è confermata dal fatto che le banche diventano estremamente prudenti e praticano "sconti" elevati su queste poste, spesso guardate con inquietudine come se fossero manifestazioni di *maquillage* di bilancio più che di investimento effettivo.

La conseguenza di quanto detto è riassumibile in questi termini: se l'impresa capitalizza gli investimenti intangibili, la banca si trova di fronte alla prospettiva di concedere finanziamenti su beni non catturabili con garanzia diretta e non facilmente valutabili nella loro reale consistenza; se l'impresa manda a conto economico le spese ad utilità pluriennale, la banca si trova di fronte alla prospettiva di finanziare un'impresa con conti economico appesantiti o perfino ad un'impresa in perdita, sia pure una perdita "programmata" in attesa dei frutti futuri.

Si tratta, in entrambi i casi, di situazioni che i banchieri vivono con molto disagio. Lo stesso legislatore manifesta una grande cautela nei confronti di queste forme di investimento, imponendo agli amministratori sia la prudenza nello scrivere a stato patrimoniale i cespiti intangibili sia l'obbligo di ammortizzarli entro cinque anni, sia il divieto di distribuire dividendi finché non sia completato l'ammortamento se le riserve non sono superiori ai costi non ammortizzati: in breve, sollecita che queste forme di investimento, siano il più possibile finanziate con risorse proprie dell'impresa.

Stando il problema in questi termini, occorre

domandarsi come sia possibile per le imprese intraprendere processi di investimento lungo le linee indicate, tenuto conto che sempre di più la competizione si gioca proprio su investimenti in attività immateriali. Ed occorre chiedersi come le banche possano finanziare queste attività caratterizzate come sono dagli elementi di indeterminatezza e di incertezza illustrati. Ovvero se questi investimenti presuppongano necessariamente altre forme di finanziamento.

Per quanto detto, va da sé che le banche potrebbero finanziare queste attività solo ove adottassero quello che, nella prassi anglosassone, viene definito "*cash flow financing*", rinunciando alla pretesa delle garanzie specifiche e superando le logiche di finanziamento basate sui bilanci assunti nella loro sequenza storica o statica. Le banche potrebbero accettare il rischio di finanziare imprese che investono in attività intangibili solo se fossero in grado di raccogliere elementi sufficientemente attendibili sui flussi di cassa attesi e sulle loro distribuzioni di probabilità. Per muoversi in questa direzione sarebbero necessari cambiamenti importanti nelle prassi di fido. Anzitutto occorrerebbe una certa specializzazione che consenta di superare il divario informativo che altrimenti crea una barriera proprio nei confronti delle imprese più impegnate sulle frontiere dell'innovazione. In secondo luogo – e sempre per superare l'asimmetria informativa che circonda questi tipi di processi produttivi – la banca deve ricercare e costruire strumenti indiretti di valutazione. La disponibilità e l'attendibilità di indicatori extracontabili tipo quelli di cui si è detto, impiegati per uso interno, sarebbe di grande utilità nel valutare se alle spalle degli oneri pluriennali vi è un valore in via di formazione, oppure se essi non abbiano dato luogo ad alcun rafforzamento della struttura competitiva dell'impresa.

In situazioni di questo tipo, di grande utilità è la conoscenza della storia professionale del management, della sua posizione in seno all'impresa in particolare con riguardo agli incentivi ed ai meccanismi di responsabilizzazione; così come è importante conoscere le competenze accumulate ed altri indicatori simili che aiutano a valutare la qualità del credito più di quanto non lo possano fare i bilanci storici. Il grado di coinvolgimento del management nell'impresa, segnalato dalla partecipazione al capitale di rischio, e la maggiore o minore tendenza del soggetto economico a rimanere impegnato nell'impresa o a disinvestire per diversificare il proprio patrimonio familiare, costituiscono altrettanti segnali indiretti del grado di "fidu-

cia" che i soggetti interni attribuiscono ai progetti sui quali chiedono l'intervento dei finanziatori.

Pur con tutti gli accorgimenti e con tutta la volontà dei banchieri di credito ordinario di accompagnare strategie che prevedono forti investimenti in beni intangibili, rimane pur sempre il fatto che linee di sviluppo di questo tipo contengono un ineliminabile maggior rischio. Perciò occorre mettere in conto che le banche non possono fornire tutto il capitale di cui c'è bisogno in situazioni di questo tipo. Da quale altra fonte possono allora venire le risorse finanziarie necessarie per questo tipo di strategie?

Per molto tempo si era pensato che potessero venire solo da risorse interne: in breve, da risorse già acquisite dall'impresa per passate attività diventate con il tempo "*cash cows*". Quindi capitale di rischio sottratto al controllo degli azionisti perché già in azienda. Non a caso ad investire somme ingenti in progetti di questa natura sono sempre state imprese multibusiness con in corpo attività mature generatrici di liquidità: si pensi alle grandi imprese farmaceutiche o ai grandi monopoli sottratti alla dura disciplina del mercato. Proprio su queste constatazioni qualche studioso ha costruito fragili teorie sulla superiorità dei monopoli sul fronte dell'innovazione.

Purtroppo negli ultimi tempi in molti paesi gli azionisti si sono risvegliati o, meglio, sono comparsi loro rappresentanti nella forma di investitori istituzionali attivi e non sono più disponibili a lasciare nelle mani del management, senza adeguato monitoraggio, risorse da destinare a velleitari progetti di investimenti che non abbiano provate prospettive di redditività futura. Le fonti di autofinanziamento non sono più, come in passato, risorse sottratte al vaglio degli azionisti, destinabili dal management insindacabilmente all'uso ritenuto preferibile.

Le fonti primarie dalle quali le aziende derivano le risorse per strategie di investimento a lunga incubazione e con alto tasso di immaterialità sono sì gli azionisti – o altri fornitori di capitale che accettano almeno una parte del rischio (con forme di warrant o con titoli convertibili) –, ma sempre di più queste fonti passano al vaglio con estrema attenzione non solo gli investimenti costretti a finanziarsi con ricorso al mercato, ma anche quelli che impiegano le risorse generate all'interno. Proprio per questo motivo al management si pone lo stesso problema che si presenta quando esso deve ricorrere alle banche: deve acquisire la fiducia dei fornitori di capitali di rischio riuscendo a dare loro prove convincenti che i fondi saran-

**EDITORIALE**

## EDITORIALE

no impiegati in progetti che, pur prevedendo ingenti investimenti in beni immateriali, siano tali da assicurare rendimenti interessanti.

Gli strumenti e le azioni da intraprendere per catturare l'adesione degli investitori sono da considerare una parte essenziale della gestione. Così come altrettanto importante è sapere individuare, fra le ormai migliaia di investitori istituzionali operanti nel mondo, quelli più propensi e più preparati a investimenti di questo tipo – dove occorrono competenze speciali per valutare i rischi e le prospettive connessi al fatto che prima di raggiungere il payback l'attività deve attraversare un lungo tragitto di investimenti in attività immateriali. Vi sono ormai centinaia di fondi chiusi – molti di loro specializzati per settori – il cui elemento di differenziazione è proprio la capacità di leggere fra le righe e prevedere i possibili esiti di attività di cui altri non riescono nemmeno a immaginare

le potenzialità. Per tutti i motivi illustrati, chi vuole dirigere un'impresa che presenti le caratteristiche descritte, tipiche della nuova economia, oltre che essere attrezzato per la gestione già di per sé diversa di queste realtà, deve anche saper governare la dimensione finanziaria che è profondamente influenzata dal fatto che le risorse assorbite nella fase di investimento non si materializzano immediatamente in beni tangibili. ■■■■■

## NOTA DELL'AUTORE

(1) Sul piano della ricerca si veda il modello della piramide della performance in Linch e Cross, *Migliorare la performance aziendale*, F. Angeli 1992; oppure Kaplan R.S.-Norton D.P., "Balance Scorecard: Measures that Drive Performance", *Harvard Business Review*, Genn.-Febbr. 1992. Sul piano della applicazione pratica e pubblica si veda il Supplemento al bilancio annuale di Skandia 1994 dal titolo emblematico: *Visualizing Intellectual Capital in Skandia*.