

Facoltà di Economia

Corso di Laurea in Economia Aziendale - Amministrazione, Controllo
e Finanza

Cattedra di Finanza Aziendale

“SBIC Program”:
**coinvestimento pubblico – privato a sostegno
dello small business**

RELATORE

Prof. Massimo Spisni

CANDIDATO

Chiara Gasparrini
Matr. 137821

Anno Accademico 2008 - 2009

SOMMARIO

Capitolo 1.....	2
1. <i>EQUITY GAP</i> : COME SOSTENERE LE PMI	2
 Capitolo 2.....	 11
2.1. SMALL BUSINESS ADMINISTRATION	11
2.1.1. L'ORGANIZZAZIONE DELLA SBA.....	17
2.1.2. I PROGRAMMI	20
2.2. SMALL BUSINESS INVESTMENT ACT	24
2.2.1. AMERICAN RECOVERY AND REINVESTMENT ACT DEL 2009	34
2.3. NATIONAL ASSOCIATION OF SMALL BUSINESS INVESTMENT COMPANY	36
 Capitolo 3.....	 38
3. SMALL BUSINESS INVESTMENT COMPANY	38
3.1. EVOLUZIONE DEL PROGETTO: 1958-2009	50
3.2. IMPATTO SULL'ECONOMIA AMERICANA	54
 Capitolo 4.....	 59
4. LE <i>BEST PRACTICES</i> INTERNAZIONALI.....	59
4.1. ISRAELE	60
4.2. EUROPA	62
4.2.1. REGNO UNITO	64
4.2.2. FINLANDIA	68
4.2.3. FRANCIA.....	72
4.3. ITALIA: IL <<FONDO NEXT>>	74
 Capitolo 5.....	 78
5.1. IL MODELLO DELLO SBIC PROGRAM: COSA RESTA OGGI?	78
5.2. L'UNIONE EUROPEA	79
5.3. IN ITALIA	87
 CONCLUSIONE	 93
 BIBLIOGRAFIA	 95

Capitolo 1

1. EQUITY GAP: COME SOSTENERE LE PMI

Di anno in anno i fattori caratterizzanti la competitività internazionale sono sempre più improntati all'innovazione e allo sviluppo tecnologico, tanto che ad oggi l'evoluzione dei processi innovativi e lo sviluppo della tecnologia avvengono in modo così rapido e profondo da provocare una continua messa in discussione di vantaggi competitivi già acquisiti, portando ad un'accelerazione dei fenomeni di obsolescenza dei procedimenti e dei prodotti, determinando effetti negativi su tutto il sistema economico ed imprenditoriale, con conseguenti tensioni ed oscillazioni del tasso di occupazione.

Esemplare in materia è il caso delle nuove tecnologie informatiche e telematiche che, versatili nelle possibilità d'impiego, si sono imposte in pressoché tutti i settori produttivi, creando un'offerta di nuovi prodotti atta a soddisfare più efficacemente ed efficientemente tanto le nuove quanto le vecchie esigenze dei mercati.

Ed è dallo studio di questa tendenza che si è evinto come principali promotrici di questo nuovo *modus operandi* siano le nuove imprese piuttosto che le preesistenti e già operanti sui mercati.

È emersa quindi nella sua piena importanza la necessità di creare e promuovere lo sviluppo di un crescente numero di imprese, in particolar modo di quante sono attive nei settori tecnologicamente più avanzati, al fine di assicurare ed incentivare un elevato tasso di sviluppo economico, sia a livello nazionale che a livello regionale. Il tutto nell'ottica promossa dall'economista David L. Birch nella pubblicazione "The Job Generation Process", in cui è stato evidenziato il ruolo chiave delle start-up e delle piccole imprese in generale nella creazione di nuovi posti di lavoro, per cui <<La reale differenza tra i sistemi economici che si sviluppano e quelli che declinano non va ricercata nel tasso di mortalità delle imprese, quanto nel ritmo di natalità e di crescita di nuove imprese>>¹,

¹ Birch D. L., "The job generation process", MIT, Program on Neighbourhood and Regional Change, Cambridge, (1979)

un'evoluzione della concezione schumpeteriana del "flusso circolare" secondo cui le imprese nascono, si sviluppano, si affermano, invecchiano e declinano per essere poi sostituite da nuove imprese nell'ambito di un processo di "distruzione creativa" in cui figura chiave è l'"imprenditore innovatore", creatore di nuove entità aziendali e nuovi business.²

I sistemi economici, quindi, si espandono e si affermano in funzione del ritmo di creazione di iniziative imprenditoriali legate alle nuove opportunità offerte dall'innovazione tecnologica e dal mercato internazionale; questo non comporta un abbandono delle imprese operanti, ma sottolinea la necessità che l'operatore pubblico definisca strategie e strumenti atti a favorire e sostenere al meglio tale ritmo. Difatti, la nascita di un'impresa non è cosa facile; ad una piccola nuova impresa, tanto più se innovativa, si profilano differenti problemi ed ostacoli da superare, primo tra tutti il mancato incontro tra domanda ed offerta di capitali sul mercato.

L'osservazione dell'esistenza di un *equity gap*, inteso come scarsità di investimenti a titolo di capitale di rischio, soprattutto nelle fasi di start up, condotto fin dagli anni Trenta del XX secolo, ha portato a studi sulle inadeguatezze esistenti tanto dal lato della domanda quanto da quello dell'offerta di capitale di rischio; questi hanno evidenziato come le difficoltà di reperimento di capitale e le caratteristiche del *gap* siano ricollegabili ai livelli di sviluppo del sistema finanziario nazionale.

Aspetti cruciali del problema sono ravvisabili nello sviluppo di un mercato privato del private equity e nel fatto che esistono pochi intermediari specializzati con competenze nel settore, quali *business angels* e *venture capitalists*. In particolare si risente della mancanza di un efficace operare dei mercati finanziari atti allo smobilizzo di investimenti effettuati dagli operatori di private equity nel segmento delle piccole e medie imprese.

A ciò si aggiungono le difficoltà insite nella misurazione dell'*equity gap*, difficoltà dovute al fatto che spesso si ha una non corrispondenza tra "gap effettivo" e "gap percepito".

Negli ultimi anni, a fronte della suddetta tendenza alla creazione e sviluppo di nuove imprese per incentivare le economie nazionali nel loro complesso, l'interesse per l'argomento è andato crescendo: l'*equity gap* è un ostacolo da superare ed i governi nazionali devono muoversi in tal senso.

² Schumpeter J.A.: "Il processo capitalistico: Cicli economici", (1977)

Tale interesse è andato poi aumentando quando le analisi condotte negli ultimi trent'anni tanto in Europa quanto negli Stati Uniti d'America hanno messo in luce come le PMI partecipate da operatori di *venture capital* risultino tendenzialmente più dinamiche, anche se non sempre più profittevoli, rispetto le concorrenti, con conseguenze ampiamente positive per la nazione.

Anche nell'ambito delle PMI va però compiuto un dovuto distinguo relativo ai settori di attività: mentre la nascita e la crescita di nuove iniziative imprenditoriali possono risultare ostacolate da difficoltà di accesso a finanziamenti esterni, per le piccole e medie imprese innovative in fasi di start-up o di *early* o *sustained growth* i vincoli finanziari risiedono nello specifico nella carenza di finanziamenti a titolo di capitale di rischio.

Le *Innovative Small Medium Enterprises* (ISMEs), individuate dall'OCSE³ come quel particolare sottoinsieme di piccole e medie imprese che sfrutta nuove tecnologie e metodi innovativi per produrre beni e fornire servizi, hanno caratteristiche peculiari che rendono difatti consigliabile nelle fasi iniziali il ricorso al finanziamento con capitale di rischio piuttosto che al credito bancario, con il rovesciamento delle teorie del *pecking order*, la tradizionale gerarchia delle fonti per cui il debito è preferibile all'*equity*⁴.

Nella realtà, nel caso delle imprese innovative, stante la mancanza del tracciato dei records, la scarsa se non nulla capacità di produrre reddito per ripagare capitale ed interessi nelle prime fasi, l'elevato grado di rischio, la difficoltà di valutazione del business da parte dei finanziatori e la generalizzata mancanza di garanzia, risultano essere particolarmente accentuate le situazioni di fallimento del mercato, quali le asimmetrie informative, che in genere penalizzano tutte le PMI, rendendo oneroso e, più in generale, inidoneo il ricorso ai tradizionali canali di finanziamento bancario⁵.

Le forme di finanziamento ritenute più appropriate alle diverse fasi del ciclo di vita delle piccole imprese innovative individuano nella fase di start-up l'intervento dei *business angels*, e dallo start-up all'*early growth* quello degli operatori di

³ OCSE, l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD, Organisation for Economic Co-operation and Development), nasce dall'esigenza di cooperazione e coordinamento in campo economico tra le nazioni europee. L'OCSE ha negli ultimi anni superato il ruolo di organizzazione esclusivamente volta all'attività degli Stati membri allargando la sua azione ad obiettivi di integrazione e collaborazione economica e finanziaria tra i paesi economicamente più sviluppati.

⁴ Per un approfondimento sul *pecking order theory* si rimanda a R. A. Brealey, S. C. Myers, "Principi di finanza aziendale".

⁵ Dagli studi dell'OCSE, "Financing innovative SMEs in a global economy", (2004)

venture capital, integrato successivamente dalla presenza degli operatori di private equity nelle fasi di consolidamento, ristrutturazione e successivi passaggi generazionali⁶.

L'*equity gap* è dunque conseguenza di fallimenti di mercato che determinano un'offerta incompleta di prodotti e servizi finanziari nel campo d'azione di questi operatori del sistema economico.

Nello specifico, per ciò che attiene al problema delle asimmetrie informative ci si trova di fronte alla difficoltà oggettiva delle nuove e piccole imprese di indirizzare ai finanziatori un'informazione idoneamente strutturata per la presenza di carenze manageriali, di scarso sviluppo delle principali aree di gestione aziendale e di processi decisionali solitamente destrutturati; a ciò si aggiunge il fatto che gli incentivi agli imprenditori affinché rendano trasparente l'informazione sul contenuto innovativo dei progetti sono scarsi, là dove questo aspetto, costituendo il principale vantaggio competitivo dell'impresa, sarebbe il primo strumento di attrazione dei finanziatori. Ne consegue un'effettiva difficoltà da parte dei finanziatori nel valutare i progetti, difficoltà accresciuta dal fatto che sovente le attività di natura innovativa sono intangibili e come tali il loro valore monetario risulta difficilmente quantificabile prima della commercializzazione.

Per questo motivo gli operatori di venture capital devono possedere competenze altamente specializzate, nella realtà di difficile reperimento e con costi spesso elevati rispetto all'ammontare dell'investimento.

Ulteriore situazione di fallimento di mercato è poi rappresentata dallo *small ticket problem*, identificando una domanda di interventi di misura piuttosto ridotta, solitamente inferiore alla soglia minima di interesse per i venture capitalist a fronte dei costi informativi, amministrativi e di valutazione del business che debbono comunque sostenere.

È possibile, inoltre, se non probabile, che sorgano problemi nella fase di smobilizzo dell'investimento da parte di venture capitalist dovuti soprattutto alle lacune dei circuiti idonei alla quotazione di queste tipologie di imprese.

Per tutte queste ragioni è stato evidenziato come anche in paesi economicamente più sviluppati, in cui non sono presenti generalizzati problemi di equity gap per le PMI, sia comunque possibile che le imprese innovative si trovino a soffrirne in misura anche rilevante⁷.

⁶ OECD, (2004a e 2005a)

⁷ E. Gualandri, P. Schwizer, "Bridging the equity gap: il caso delle PMI innovative" (2008)

Dall'analisi di questi problemi è emersa la necessità di agire su più livelli al fine di colmare il gap, in primis l'esigenza di adottare politiche pubbliche, che possono variamente configurarsi secondo diverse possibili forme di intervento e gradi di coinvolgimento dell'Amministrazione.

L'azione più profonda prevede una partnership pubblico-privata dal lato dell'offerta, atta a garantire l'individuazione e la creazione degli strumenti di intervento più consoni, come fondi di venture capital, fondi di fondi di venture capital, schemi di incentivazione e garanzie forniti dall'operatore pubblico a favore dei privati, al fine di ridurre la rischiosità degli investimenti, attraendo conseguentemente fondi privati ed accrescendo il rendimento nei casi di successo. A questa sono affiancabili misure di natura fiscale e regolamentare per un corretto funzionamento dei mercati di capitali aventi ad oggetto sia operatori che segmenti propri alla quotazione di piccole e medie imprese; in tal senso è andata, ad esempio, l'Unione Europea, che ha emanato misure regolamentari mirate a rendere più moderni e flessibili i mercati degli Stati membri al fine di incontrare le esigenze espresse dalla domanda e dall'offerta di capitale di rischio, con particolare attenzione alle PMI ed alle imprese ad alto potenziale di crescita⁸.

L'operatore pubblico ha inoltre la possibilità di offrire alle imprese servizi volti a migliorare la cultura imprenditoriale, per consentire il superamento di situazioni di fallimento quali le asimmetrie informative e, in specie, il *knowledge gap*, inteso quest'ultimo come mancanza di informazioni sul potenziale di crescita di alcune tipologie di business che potrebbe portare al rischioso effetto di costituire portafogli di investimento che favoriscano settori più maturi e a basso rischio. Svolge in questo un ruolo cruciale nel panorama statunitense la Small Business Administration, con programmi di consulenza via telematica e sul posto, oltre a seminari di formazione rivolti a imprenditori giovani e non.

Negli ultimi anni si è poi sviluppata un'ampia offerta di strumenti innovativi il cui scopo è rispondere al meglio alle esigenze delle diverse tipologie di imprese operanti in differenti settori, come gli strumenti di semi-equity, in particolare i prestiti partecipativi ed il debito subordinato che negli ultimi anni si sono notevolmente sviluppati in Italia, e la mezzazine finance, che si caratterizza per la sua posizione intermedia in termini di rischio e di costo tra capitale di debito e capitale di rischio.

⁸ "Risk Capital Action Plan", (1998)

Spinto quindi da un interesse sociale di natura economica, il policy maker può progettare interventi con differenti intensità su più livelli, in via diretta o indiretta; ciò stante, il piano di intervento pubblico deve inquadrarsi nell'individuazione di obiettivi operativi e di regole solide nell'equilibrio tra operatore pubblico ed attori economici privati.

L'intervento diretto si attua tramite la creazione di fondi e di fondi di fondi di capitale pubblico eventualmente in cooperazione con capitali privati, a beneficio di specifiche tipologie di imprese in determinati stadi di sviluppo che si trovano a fronteggiare ostacoli dovuti ad un'insufficiente offerta di fondi privati individuata tramite attendibili misurazioni dell'equity gap.

Nella realtà, il problema di quantificare l'equity gap è di non facile soluzione poiché necessiterebbe una corretta valutazione di quelle situazioni che permetterebbero l'incontro tra domanda e offerta in un mercato efficiente, ed un loro confronto con i fallimenti che sono all'origine del gap stesso. Non si considera inoltre efficace neanche una sua misurazione sulla base di serie statistiche, dal momento che ciò non permette di cogliere l'aspetto della domanda risultante insoddisfatta. È per queste ragioni che molte analisi si basano su questionari ed interviste, nella consapevolezza dei limiti di tale metodo.

Tuttavia, l'individuazione anche approssimativa dell'equity gap è in grado di fornire indicazioni importanti alla pubblica amministrazione per l'identificazione delle imprese target e della tipologia e dell'ampiezza delle misure di intervento.

L'intervento diretto di enti governativi dovrebbe comunque essere di natura temporanea, tale da operare in linea con i meccanismi di mercato, e dovrebbe prevedere l'affidamento della gestione a manager privati, cosa che non sempre avviene.

Principio cardine di tali azioni è il *risk sharing*, per cui i fondi pubblici dovrebbero essere impiegati soltanto in presenza di fondi privati, in uno schema di partenariato pubblico-privato.

Ad oggi il dibattito in materia volge soprattutto sulle possibili controindicazioni dell'agire pubblico diretto per l'affermazione del venture capital, rilevando gli effetti negativi che questo potrebbe avere sullo sviluppo del mercato. I detrattori dell'intervento pubblico in tal senso osservano che là dove la gestione dei fondi sia affidata a manager pubblici si possa avere un'allocazione non ottimale delle risorse ed un aumento delle barriere all'entrata per i capitali privati causate dalla

scarsa esperienza di questi in materia di selezione di iniziative economiche e dalla mancanza di incentivi di cui godono invece i manager privati.

Ma rischio ancora più rilevante paventato da chi sostiene questa linea è quello del *crowding out* dei capitali privati da parte di quelli pubblici⁹.

Questo tipo di situazione potrebbe presentarsi qualora i capitali pubblici godendo di possibilità di finanziamento a costi minori riducessero il rendimento atteso dagli investimenti, così da finire per finanziare progetti migliori e meno rischiosi lasciando ai privati il finanziamento di progetti marginali; la conseguenza sarebbe una non attrazione degli investimenti privati e quindi un mancato sviluppo del mercato del venture capital.

Nella realtà, gli studi sinora condotti ricusano l'ipotesi di *crowding out*¹⁰.

Nell'ambito dell'Unione Europea gli schemi di azione pubblica realizzati tanto a livello comunitario quanto nei singoli stati membri per colmare l'*equity gap* sono di natura sia diretta che indiretta. Entrambe le tipologie di intervento mirano ad agevolare e promuovere la crescita del settore del venture capital agendo sia sulla domanda che sull'offerta.

Nel caso degli interventi diretti sono annoverabili dal lato della domanda gli incubatori.

Si tratta di strutture, spazi fisici, generalmente articolati in moduli costituiti da uffici, sale riunioni ed aule formative, che ospitano a condizioni agevolate nuove imprese e mettono a loro disposizione servizi materiali ed immateriali; gli obiettivi sono la minimizzazione dei costi, l'assistenza nella redazione del business plan, l'orientamento al medio- lungo termine e la creazione di un valido network di contatti sia a livello di clientela che di partner ed interlocutori finanziari, così da facilitare lo sviluppo delle imprese nascenti. Questo tipo di progetto si è notevolmente diffuso in Italia soprattutto grazie ad iniziative regionali, che hanno ad esempio permesso la nascita dei BIC, Business Innovation Center, ad esempio in Trentino Alto Adige e nel Lazio, incubatori d'impresa che promuovono e sostengono le iniziative imprenditoriali locali.

Gli obiettivi degli interventi pubblici indiretti nel mercato di venture capital sono invece essenzialmente ravvisabili nella riduzione del deficit di iniziative imprenditoriali e nell'arginare il *knowledge gap* dei piccoli imprenditori;

⁹ Il *crowding out* identifica una situazione in cui il soddisfacimento di una domanda pubblica implica una contestuale riduzione marginale del soddisfacimento della domanda privata.

¹⁰ B. Leleux, B. Surlemont, "Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-Europe analysis", *Journal of Business Venturing*, (2003)

prevedono difatti operazioni mirate allo sviluppo di una cultura imprenditoriale e di un know how congruo alla promozione di iniziative imprenditoriali, o misure di natura fiscale.

Le diverse tipologie di intervento, diretto ed indiretto, attuate ad oggi in Europa sono sintetizzate nella seguente tabella:

Misure di intervento pubblico		
	Misure dal lato della domanda	Misure dal lato dell'offerta
Interventi Diretti	<ul style="list-style-type: none"> • Incubatori pubblici 	<ul style="list-style-type: none"> • Fondi e fondi di fondi di <i>venture capital</i> pubblici o in partnership con privati (obiettivo di <i>risk sharing</i>)
Interventi Indiretti	<ul style="list-style-type: none"> • Misure per promuovere imprese ed imprenditorialità • Miglioramento delle competenze tecniche e manageriali • Promozione di incubatori e parchi scientifici e tecnologici 	<ul style="list-style-type: none"> • Schemi "<i>downside protection</i>" (assunzione dei costi di fallimenti da parte del pubblico) • Schemi "<i>upside leverage scheme</i>" (effetto leva dei profitti per l'investitore privato) • Schemi di sovvenzioni per coprire costi operativi • Schemi per agevolare l'uscita dagli investimenti • Incentivi fiscali • Sviluppo di <i>network</i> di <i>business angels</i>

Tabella 1: Modalità di intervento dell'operatore pubblico per lo sviluppo del mercato di *venture capital*¹¹

Dal lato dell'offerta si può osservare che gli interventi diretti consistono nella costituzione, anche in partnership con privati, di fondi e fondi di fondi di *venture capital* improntati al *risk* e *profit sharing*.

Gli interventi indiretti sono di natura più varia ed agiscono su differenti aspetti: in primo luogo sono ravvisabili diversi modelli di ripartizione dei costi di fallimento e di attribuzione degli utili derivanti da operazioni condotte in partnership pubblico-privata; si può infatti trattare di un *downside protection scheme*, modello che prevede la riduzione del rischio per gli investitori privati e la sopportazione dei potenziali costi da parte del settore pubblico; si tratta di una tipologia di intervento che grazie alla sua funzione di garanzia si rivela particolarmente idonea alle fasi iniziali di sviluppo del mercato del *venture capital*. Nelle fasi successive

¹¹ Dati tratti da: E. Gualandri, P. Schwizer, "Bridging the equity gap: il caso delle PMI innovative";

European Investment Bank, "Financing Innovative Firms through Venture Capital" (2001)

ma di non ancora piena maturazione del mercato sono invece preferibili schemi di intervento che generano un effetto leva sui benefici scaturenti dall’operazione a favore dei privati secondo un *upside leverage scheme*.

Quando poi il mercato del venture capital giunge ad una fase di maturazione tendono invece a prevalere schemi di *risk e profit sharing*.

Ancora nell’ambito degli interventi indiretti esistono modelli di sovvenzione a favore dei fondi di capitale di rischio che permettono la copertura di una parte delle spese amministrative e di gestione, provvedimenti per semplificare lo smobilizzo dei fondi dalle partecipazioni assunte nelle imprese, incentivi fiscali per chi investe, oltre alla costruzione di network di business angels¹².

Al di fuori dell’Unione Europea gli interventi pubblici di tale natura sono soprattutto di natura diretta, pur permettendo all’operatore pubblico di agire secondo schemi differenti di partecipazione.

In particolare si distingue per durata ed impatto sull’economia nazionale il caso dello *SBIC program*, progetto di coinvestimento pubblico-privato a favore delle piccole e medie imprese statunitensi, sostenuto dall’agenzia federale della *Small Business Administration* e stabilito nel 1958 con l’emanazione dello “Small Business Investment Act”, che l’Unione Europea ha preso ad esempio per la stesura “Small Business Act” del giugno 2008.

¹² European Commission, “Best practices of public support for early stage equity finance” (2005a)

Capitolo 2

2.1. SMALL BUSINESS ADMINISTRATION

Le piccole imprese hanno sempre avuto un ruolo importante nell'economia statunitense, rispondendo alla domanda per nuovi prodotti e servizi, creando nuovi posti di lavoro.

Nel ciclo di vita del sistema economico, spesso le piccole e medie imprese rappresentano l'inizio di un grande business; ma soprattutto piccole e grandi imprese lavorano insieme, sopportando rischi e

costruendo le innovazioni necessarie alla crescita economica. Le PMI agiscono sulla struttura del mercato e quando la domanda fluttua agiscono da ammortizzatori degli shock attraverso una produzione che si caratterizza per la sua flessibilità.

Secondo uno studio governativo, oltre il 90% delle attività imprenditoriali presenti negli Stati Uniti sono *small businesses*; queste contribuiscono a circa la metà del PIL del paese, creano tra il 60% e l'80% di nuovi posti di lavoro, e producono quattordici volte più brevetti che le grandi imprese, rappresentando più della metà della forza lavoro, dell'output globale e delle vendite commerciali del settore privato.

Nonostante questo settore si confermi come nodo vitale dell'economia e della struttura sociale americana, per molti di questi business ottenere finanziamenti non è facile.

A causa dello svilupparsi di regolamentazioni bancarie sempre più stringenti, della proliferazione di banche interstatali, della difficoltà legate al reperimento di finanziatori che conoscano le dinamiche di una piccola impresa e alla necessità di un'adeguata informazione degli stessi, la possibilità di accesso al credito per le piccole imprese viene limitata, con conseguenze negative per il sistema economico nel suo complesso.



Nel tentativo di superare questi vincoli, il governo federale degli USA creò nel 1953 la Small Business Administration (SBA), agenzia federale della pubblica amministrazione statunitense con la precisa funzione di "aiutare, consigliare, assistere e proteggere, per quanto possibile, gli interessi delle piccole imprese"¹³.

La filosofia e la missione che guidano l'operare della SBA cominciarono a prendere forma anni prima della sua creazione con il sorgere di numerose agenzie, in risposta ad esigenze economiche e finanziarie sorte dalle pressioni della Grande Depressione del 1929 e della Seconda Guerra Mondiale.

Prima tra tutte fu la Reconstruction Finance Corporation (RFC), creata dal presidente Herbert Hoover nel 1932 per alleviare gli effetti della crisi e sviluppata durante l'amministrazione Roosevelt; la RFC era un programma federale di finanziamento rivolto a tutte le imprese, grandi e piccole, danneggiate dalla Depressione.

Durante la Seconda Guerra Mondiale, invece, le grandi imprese rafforzarono ed intensificarono la produzione per soddisfare i contratti legati alla produzione di beni necessari al conflitto, ponendo le piccole imprese nell'impossibilità di competere. Per aiutarle a partecipare alla produzione bellica e ridare vita al sistema finanziario, nel 1942 il Congresso creò la Small War Plants Corporation (SWPC), che forniva prestiti diretti agli imprenditori privati, incoraggiava i grandi istituti finanziari a concedere crediti alle piccole imprese e difendeva gli interessi di queste.

Lo SWPC fu sciolto al termine della guerra, ed i suoi poteri contrattuali furono riversati nel RFC.

Nello stesso periodo, l'Office of Small Business (OSB), nato all'interno del Department of Commerce, sviluppò un programma di carattere educativo, basato sull'idea che causa principale del fallimento di un'impresa sia la mancanza di esperienza ed informazione; per questo motivo l'OSB incentrò la sua attività sulla distribuzione di materiale informativo e di incontri individuali con gli imprenditori.

Nel 1952 fu proposta l'abolizione del RFC; ma al fine di proseguire lungo il percorso delineato dallo sviluppo e dall'operato delle precedenti agenzie, il

¹³ Small Business Act, § 2. (a): <<It is the declared policy of the Congress that the Government should aid, counsel, assist, and protect, insofar as is possible, the interests of small business concerns in order to preserve free competitive enterprise, to insure that a fair proportion of the total purchases and contracts or subcontracts for property and services for the Government [...] be placed with small business enterprises [...] and to maintain and strengthen the overall economy of the Nation>>, Public Law 85-536 (1953).

presidente D. Eisenhower propose la creazione di una nuova agenzia rivolta alle piccole imprese: la Small Business Administration (SBA).¹⁴

Il 30 luglio 1953 con l’emanazione dello Small Business Act il Congresso creò dunque l’agenzia della Small Business Administration, al preciso scopo di aiutare e proteggere le piccole imprese, salvaguardare la libera concorrenza, mantenere e rafforzare l’economia generale del paese e collaborare alla ripresa economica di comunità colpite da disastri di vario tipo, soprattutto fenomeni naturali.

L’art. 2 (a) dello Small Business Act asserisce che << *L’essenza del sistema economico Americano è la libera concorrenza. Soltanto attraverso una piena e libera concorrenza, liberi mercati e libero accesso ai business, le opportunità di espressione e crescita dell’iniziativa economica personale e della decisione individuale possono essere assicurate. La preservazione e l’espansione di questa competizione è alla base non solo del benessere economico ma anche della sicurezza della nazione. Sicurezza e benessere non possono essere realizzate a meno che la capacità effettiva e potenziale dello small business non sia incoraggiata e sviluppata. Questa è la politica proclamata dal Congresso degli Stati Uniti [..] >>¹⁵.*

Già dal 1954 la SBA operava fornendo prestiti diretti alle piccole imprese e garanzie agli istituti bancari per il finanziamento alle stesse, prestando crediti a vittime di disastri naturali, lavorando per ottenere contratti governativi di appalto per le piccole imprese ed aiutando gli imprenditori con assistenza tecnica e corsi di formazione manageriale.

Ulteriore passo avanti si registrò con lo “Small Business Investment Company Act” del 1958, che stabilì lo SBIC Program, servizio d’investimento della SBA tramite cui fornisce fondi autorizzati e regolamentati ad imprese di venture capital privatamente possedute e gestite.

Si tratta di imprese specializzate nel fornire crediti di lungo periodo e investimenti in private equity alle piccole imprese. La loro creazione fu il risultato di uno studio condotto dalla Federal Reserve che rilevò come le small businesses non avessero la possibilità di accedere al credito di cui necessitano sia nella fase di start up sia successivamente per tenere il passo con il progresso tecnologico.

Nel 1964 la SBA cominciò ad occuparsi del delicato tema della povertà attraverso il programma Equal Opportunity Loan (EOL), finalizzato a reperire credito e

¹⁴ Small Business Administration, sba.gov, “Overview and history of SBA Program Office”

¹⁵ Public Law 85-536, “Small Business Act”, (July 1953)

strumenti finanziari collaterali a vantaggio di soggetti che vivono al di sotto del livello di povertà nello sforzo di incoraggiare lo sviluppo di nuovi affari che rappresentano valide iniziative commerciali ma altrimenti impossibilitati ad attrarre il necessario sostegno finanziario. Ad oggi l'agenzia focalizza la sua attività nel servire quelle aree del paese che hanno un tasso di disoccupazione significativamente più elevato e livelli più bassi di reddito rispetto alla media nazionale.

Negli ultimi cinquant'anni la SBA è notevolmente cresciuta in termini di assistenza prestata e di sviluppo di programmi volti ad incoraggiare le piccole imprese presenti in ogni settore. I programmi dell'agenzia includono ad oggi assistenza finanziaria e contratti di appalto federali, assistenza manageriale, business sviluppati da donne, minoranze etniche e veterani delle forze armate, attraverso i Minority Small Business Programs, il programma di microcredito e la pubblicazione di materiale informativo, pubblicato quasi più in lingua spagnola che in inglese per adeguarsi ad una realtà sempre più tangibile.

Ha inoltre enormemente sviluppato i programmi di supporto e di finanziamento alle vittime di disastri naturali, svolgendo, tra gli altri, un ruolo fondamentale dopo gli uragani Hurricanes e Katrina, per cui sono stati stanziati nel totale quasi \$ 2milioni¹⁶.

Quindi coloro che desiderano iniziare un'attività imprenditoriale, i piccoli imprenditori e le vittime di disastri sono i clienti della SBA.

Dal 1953 ad oggi oltre venti milioni di piccole imprese hanno ricevuto aiuto diretto o indiretto da almeno uno dei programmi dell'agenzia federale, al punto che la Small Business Administration è divenuta lo strumento finanziario governativo più efficiente per lo sviluppo del sistema economico statunitense.

Con un portafoglio che consta attualmente circa 219.000 prestiti commerciali, garanzie di prestiti e strumenti di venture capital per un valore complessivo superiore a \$ 85miliardi, la SBA è oggi uno dei maggiori finanziatori di businesses negli USA.

Dal 1958, il programma di venture capital ha fornito più di \$30 miliardi ai proprietari di piccole imprese per finanziare la loro crescita.

Malgrado le grandi imprese possano produrre ed operare in modo più efficiente, approfittando delle economie di produzione e di una maggiore attrattiva sul mercato, le piccole imprese traggono forza dalle innovazioni; più flessibili e,

¹⁶ Small Business Administration, sba.gov, "Budget and Performance"

spesso, più audaci dei big businesses, le piccole imprese mantengono l'eredità della tradizione aziendale proiettandosi al contempo verso l'innovazione, permettendo a milioni di cittadini di coltivare l' "american dream".

Per poter accedere ai finanziamenti dell'agenzia federale e prender parte ai contratti pubblici una piccola impresa deve però soddisfare determinati criteri. La dimensione delle imprese assistite è stabilita dall'Office of Size Standards della SBA per ogni categoria industriale sulla base del volume di vendite in un dato periodo di tempo e del numero di dipendenti, comunque inferiore ai 500. Un'impresa è ritenuta "piccola" non in senso assoluto, ma in rapporto alle imprese del settore.

Inoltre, nel suo operare la Small Business Administration si fonda su cinque principi fondamentali:

- **creatività:** supportare l'innovazione nell'economia americana sviluppando e supportando gli imprenditori attraverso una vasta rete di risorse;
- **sostegno:** si sostengono le piccole imprese costruendo una relazione produttiva tra la popolazione ed il governo.
- **risultati:** focalizzazione sul raggiungimento di risultati, mantenendo comportamenti responsabili, trasparenti e reattivi.
- **spronare:** si sostiene lo spirito imprenditoriale all'interno di ogni comunità al fine di promuovere e realizzare le aspirazioni di ognuno.
- **successo:** si mira ad agevolare l'ambiente necessario al successo delle le piccole imprese americane, rendendo tali successi il metro di misura delle proprie performances.

L'Agenzia lavora con una serie di partner ed investitori al fine di offrire i migliori servizi ai propri clienti, per cui la distribuzione di servizi e prodotti alla clientela è ottimizzata attraverso questa rete di collaborazioni.

Per adempiere alla sua missione, la SBA ha sviluppato tre strategic goals che definiscono in linea di massima quali obiettivi l'agenzia e i suoi programmi tentano di raggiungere. Un quarto strategic goal definisce la responsabilità della leadership esecutiva dell'agenzia e le funzioni di sostegno per adempiere gli obiettivi strategici.

Ogni obiettivo strategico è inoltre definito da alcuni obiettivi operativi di lungo termine, i quali descrivono in termini generali i risultati che la SBA deve conseguire per incontrare i suoi strategic goals.

Questi obiettivi e goals sono:

STRATEGIC GOALS	SOTTOBIETTIVI¹⁷
<p><u>Strategic Goal n.1:</u> <i>Migliorare l'ambiente economico in cui le piccole imprese operano</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 1.1: minimizzare i costi di regolamentazione sulle piccole imprese attraverso un appoggio effettivo. ● 1.2: assicurare equità e correttezza nel processo di applicazione della regolamentazione federale. ● 1.3: minimizzare l'onere fiscale che grava sulle piccole imprese. ● 1.4: minimizzare il costo di assistenza sanitaria per le piccole imprese ● 1.5: semplificare le interazioni tra piccole imprese e governo federale attraverso l'uso di internet e della tecnologia informatica. ● 1.6: aumentare l'efficacia delle agenzie federali nel fornire opportunità per le piccole imprese.
<p><u>Strategic Goal n.2:</u> <i>Aumentare il successo delle piccole imprese colmando le lacune di opportunità competitive che gli imprenditori si trovano a fronteggiare</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 2.1: aumentare l'impatto positivo dell'assistenza della SBA sul numero e sul successo delle piccole imprese start-up. ● 2.2: massimizzare la sostenibilità e la crescita delle piccole imprese esistenti assistite dalla SBA ● 2.3: far crescere significativamente il successo delle PMI all'interno di quei segmenti della società che devono fronteggiare lacune di opportunità competitive.
<p><u>Strategic Goal n.3:</u> <i>Ricostruire case e businesses colpiti da disastri</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 3.1: massimizzare l'efficacia della ricostruzione temporanea di businesses e abitazioni successivamente al verificarsi di disastri naturali. ● 3.2: Fornire ai clienti servizi in modo professionale e cortese.
<p><u>Strategic Goal n.4:</u> <i>Assicurare che tutti i programmi SBA operino al massimo dell'efficienza e dell'efficacia, fornendo loro direzione e servizi di supporto di alta qualità</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ● 4.1: la pianificazione e la gestione della SBA risulterà in obiettivi chiaramente definiti e strategie efficaci, ed il coordinamento dei sistemi operativi di supporto, così da massimizzare la performance dell'agenzia attraverso la sincronizzazione del sistema di gestione. ● 4.2: la SBA recruterà, sosterrà e distribuirà in modo efficiente uno staff capace ed esperto ed un quadro esecutivo in grado di eseguire programmi di alta qualità e attività in grado di soddisfare i bisogni attuali e futuri dei consumatori. ● 4.3: i sistemi di gestione finanziaria supporteranno la gestione strategica e finanziaria dell'agenzia fornendo informazioni tempestive e rilevanti. ● 4.4: le informazioni e la tecnologia collegata saranno gestiti in modo efficiente e sicuro attraverso i dati ed i sistemi di supporto all'esecuzione e la promozione dei programmi. ● 4.5: i servizi di appalto ed i contratti saranno pianificati e gestiti per supportare l'amministrazione dei programmi della SBA e il raggiungimento degli obiettivi dell'agenzia.

¹⁷ U.S. Small Business Administration, "Strategic Plan FY 2008-2013", (2007)

Al fine di raggiungere questi risultati, ogni programma della SBA ha allineato le sue attività e risorse di budget con uno o più goals ed obiettivi dell'agenzia federale.

I progressi della Small Business Administration nel raggiungere i suoi obiettivi strategici sono annualmente pubblicati nello "Small Business Economy Report" presentato al Presidente degli USA.

2.1.1. L'ORGANIZZAZIONE DELLA SBA

SBA è un'agenzia con competenze a livello nazionale.

Il quartier generale della SBA è sito in Washington, DC, mentre i suoi prodotti finanziari e servizi sono distribuiti grazie all'operato di 10 uffici regionali, 68 uffici distrettuali e una vasta rete di risorse e partners presenti nei 50 Stati, nel distretto della Colombia, Puerto Rico, l'arcipelago delle isole Samoa e delle Isole Vergini. La sede centrale della SBA è divisa in aree funzionali:

- L'Office of Capital Access (OCA), responsabile per i programmi di prestito, di investimento, programmi di fideiussione e di commercio internazionale per le piccole imprese.
- L'Office of Government Contracting and Business Development (GC/BD), responsabile per l'assistenza alle piccole imprese al fine di ottenere appalti pubblici federali. Essa stabilisce inoltre le norme ed i criteri per la definizione delle dimensioni delle piccole imprese cui rivolgersi.
- L'Office of Entrepreneurial Development (ED) fornisce assistenza allo sviluppo di business attraverso una rete di oltre 1500 partners.
- L'Office of Management and Administration (M&A) dirige le risorse umane, gestisce le sovvenzioni e amministra l'Agenzia.
- I programmi per far fronte ai disastri naturali sono localizzati in quattro uffici sul territorio statunitense, presso le Niagara Falls, Atlanta, Forth Worth e Sacramento, ma forniscono l'intero territorio nazionale e, per una maggiore efficienza, prevedono l'impiego di agenti temporanei assunti sul luogo per far fronte alle emergenze. Gli uffici locali riferiscono e ricevono le linee guida dalla sede centrale.
- L'Office of Advocacy rappresenta invece la voce indipendente delle piccole imprese all'interno del Governo Federale. Rappresenta gli interessi

delle small businesses davanti al Congresso, alla Casa Bianca, alle Agenzie Federali ed alle Corti Federali. La ricerca economica, l'analisi politica e l'azione di aiuto delle piccole imprese identificano il perno della sua attività.

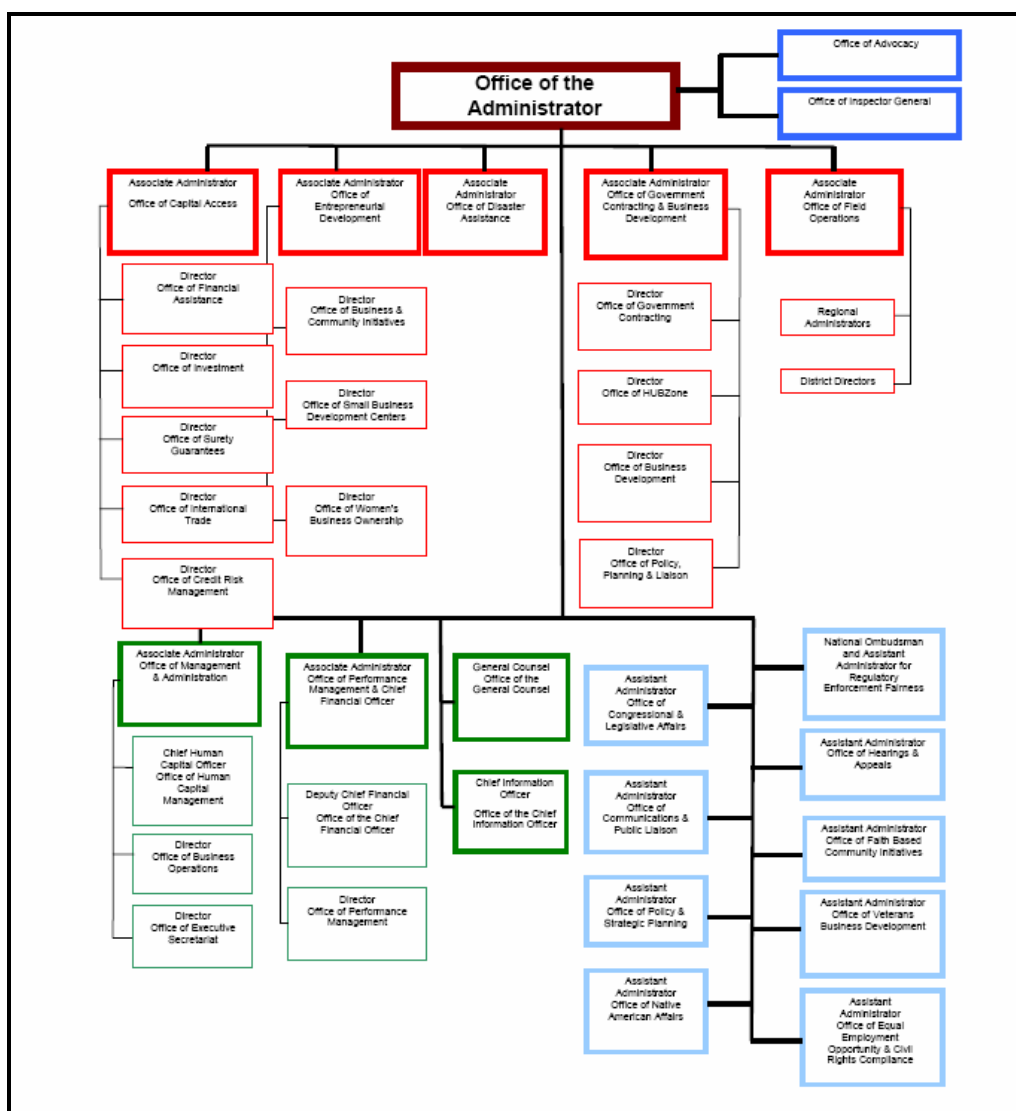


Figura 1: organigramma della struttura organizzativa della Small Business Administration¹⁸

- La National Ombudsman riceve i reclami ed i commenti dalle small businesses ed agisce da intermediario con le agenzie federali. I commenti sono trasmessi alle agenzie federali attraverso recensioni e queste sono tenute a tenerne conto per la correttezza del loro operare.
- L'Office of Veterans Business Development, invece, formula e promuove politiche e programmi dell' Agenzia al fine di dare assistenza ai veterani che cercando di iniziare e sviluppare una loro attività.

¹⁸ Fonte: U.S. Small Business Administration, "Strategic Plan FY 2008-2013"

- L'Office of Field Operations rappresenta gli uffici generali della SBA nella sede centrale, e tra i suoi doveri c'è quello di fornire la guida politica e supervisionare gli amministratori regionali e i direttori distrettuali nella loro attività di implementazione degli obiettivi strategici.

Ogni ufficio regionale della SBA ha responsabilità di supervisione ed assicura che i goals e gli obiettivi dell'Agenzia sono incontrati su una base omogenea tra i diversi uffici siti entro i confini distrettuali.

Gli impiegati degli uffici distrettuali della SBA lavorano per compiere la missione preposta dall'Agenzia provvedendo a fornire servizi di qualità alle piccole imprese e lavorando con partner e risorse economiche locali e statali. Gli uffici distrettuali della SBA sono il punto primario e principale di distribuzione dei molti programmi e servizi agli imprenditori americani. È lo staff della SBA che catalizza e guida l'accesso al capitale.

Gli uffici locali dell'agenzia hanno poi stabilito "Alternate Work Sites" (AWS), estendendo geograficamente le proprie forze lavorative per penetrare mercati e comunità prima non raggiunte. Questa trasformazione ha permesso agli uffici locali di ampliare le loro conoscenze sulle diverse comunità cui si riferiscono di modo da riuscire a servire in modo unico i loro bisogni differenti e in continuo cambiamento.

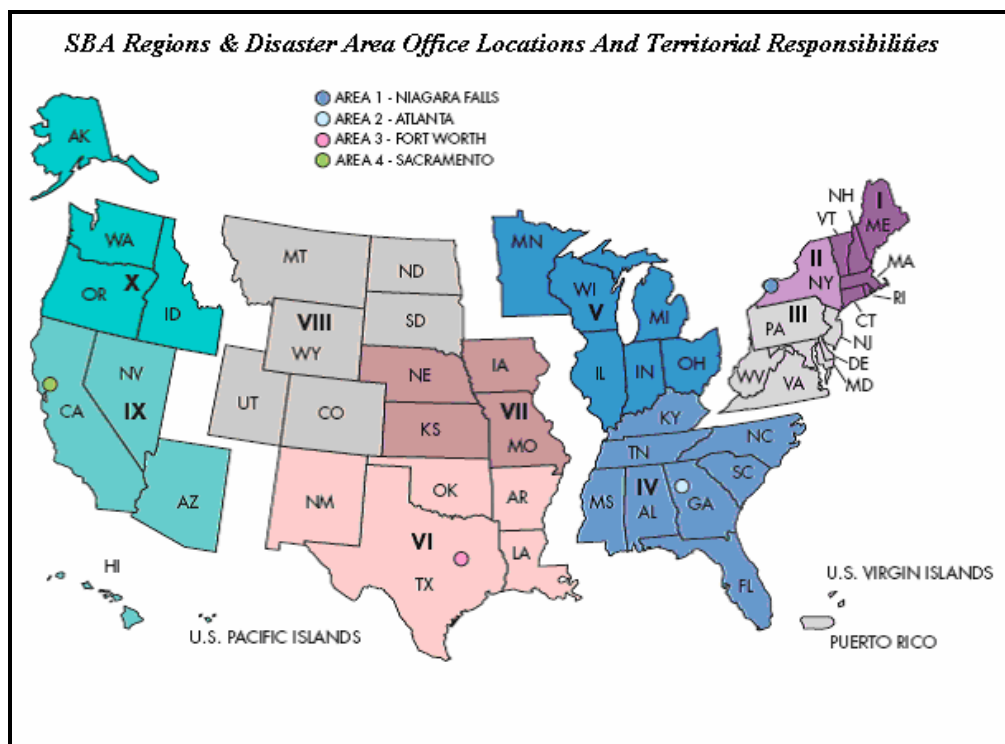


Figura 2: Suddivisione dei territori di competenza per l'applicazione dei programmi della SBA

Così, nel 2004 ad esempio l'agenzia ha potuto raggiungere volumi record nell'ammontare di prestiti per donne, minoranze e veterani.

Questo trend incrementale si mostra in ogni segmento di mercato¹⁹.

Lo staff locale è seriamente impegnato a stimolare l'espansione delle piccole imprese. Nel 2004 il loro successo è stato misurato dal numero di prestiti garantiti netti per un totale di oltre 15\$miliardi, 5milioni di business assistiti da operatori della SBA e più di 2,1 milioni di piccole imprese hanno ricevuto assistenza tecnica.

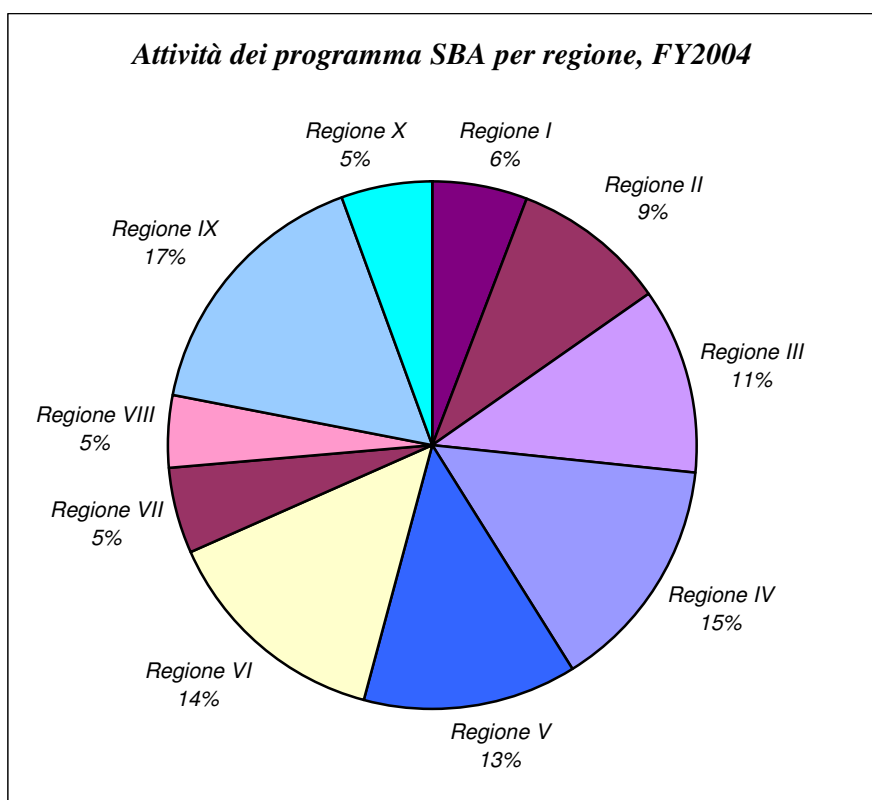


Figura 3: Il grafico mostra un quadro generale dell'entità della attività dell'agenzia federale nelle dieci regioni in cui è dislocata²⁰.

2.1.2. I PROGRAMMI

I programmi offerti dalla Small Business Administration sono molteplici, ma ricollegabili a quattro funzioni programmatiche fondamentali: l'accesso al capitale; lo sviluppo dell'imprenditoria, comprendente i campi dell'assistenza tecnica e legale; l'aggiudicazione di contratti pubblici, attraverso pratiche che nel

¹⁹ Small Business Administration, "Financial Performance Report for Cohorts 1994-2004" (September 2004)

²⁰ Fonte dati: Small Business Economy Report to the President, 2004

2008 hanno permesso alle piccole imprese di acquisire attraverso contratti diretti il 22% del budget dei contratti federali; l'attività di promozione, che mira a rafforzare il ruolo di tali imprese nel contesto nazionale attraverso leggi e regolamenti della Amministrazione Pubblica federale.

Tra i programmi spiccano per importanza ed impatto positivo sul sistema economico il "7(a)program", principale programma di credito della SBA che fornisce finanziamenti a soggetti diversi e per un' ampia gamma di obiettivi; il "504 program", che consente alle piccole imprese di ottenere finanziamenti di lungo termine a tasso fisso per l'acquisto di terre, fabbricati e beni strumentali di lungo termine; il "Microloans program", che fornisce credito a mercati altrimenti non serviti dai tradizionali operatori finanziari; lo "SBIC loans program", che fornisce capitale, crediti di lungo termine e assistenza manageriale alle piccole imprese, in particolar modo durante la fase di crescita; il "8(a) loans program", che dà assistenza alle imprese possedute o controllate da individui non capaci di accedere al sistema economico tradizionale per motivi sociali o economici; a questi programmi più tecnici si aggiungono gli "Entrepreneurial Development Programs", che offrono servizi di consulenza o seminari di formazione agli imprenditori di piccole imprese, i programmi di assistenza nel caso di disastri naturali e l'ufficio di Advocacy, che ha lo scopo di proteggere e rappresentare gli interessi delle piccole imprese nei processi legislativi e regolamentari dell'amministrazione pubblica federale.

Tutti i programmi elaborati dalla Small Business Administration devono attuarsi nel rispetto di alcuni principi cardine, quali:

- **Outcomes Driven:** chiara definizione dei risultati target e assicurazione che ogni programma, processo e politica attuate siano orientate al conseguimento dei medesimi;
- **Customer Focused:** essere al servizio della clientela e rispondere alle loro esigenze, sia nelle tipologie di servizi da fornire sia nel modo in cui fornirli;
- **Employee Enabled:** assicurare al pubblico Americano il supporto costante di uno staff dotato di strumenti, formazione e capacità che li rendano efficaci;
- **Accountable, Efficient and Transparent:** obbligo nei confronti dei contribuenti di portare avanti una gestione efficiente, investire il capitale

in modo prudente ed essere trasparenti ed onesti circa i risultati conseguiti²¹.

La definizione dei programmi avviene anno per anno attraverso l'elaborazione del piano strategico da presentare al Congresso.

Il piano offre la struttura in base alla quale l'agenzia richiede fondi dal Congresso. Il piano strategico è implementato attraverso la presentazione di budget annuali, includenti anche obiettivi operativi che definiscono specifici livelli di performance. In chiusura di ogni anno fiscale viene pubblicata una relazione sulla gestione di performances raggiunte che compara il livello attuale delle performance raggiunta rispetto al target e fornisce spiegazioni e piani d'azione per ogni variante.

Budget e report delle performances annuali sono poi regolarmente disponibili online sul sito dell'agenzia, assieme a comunicati interni ed esterni, al fine di rispondere ad uno dei principi di base dell'etica della SBA: la trasparenza.

Le operazioni della SBA sono guidate dai principi e criteri contenuti nel President's Management Agenda per promuovere programmi governativi più efficienti ed efficaci. Gli obiettivi sui quali si costruisce il piano strategico, infatti, integrano i goals della SBA con quanto direttamente derivato dai mandati statutari e dai punti del President's Small Business Agenda.

Inoltre, il Personal Business Commitments fa sì che ogni dirigente sia direttamente responsabile per il raggiungimento dei risultati delineati dall'agenzia, ed i progressi sono monitorati regolarmente per tutto il corso dell'anno.

In base alle previsioni effettuate, il budget totale richiesto dalla SBA per l'anno fiscale 2009 è di \$657 milioni, il 15% in più rispetto lo stanziamento previsto nel 2008; grazie però agli aggiustamenti da effettuare tenendo conto del Disaster Loan Program (per il quale non ci sono stati stanziamenti nel 2008) e le iniziative del Congresso per lo scorso anno, l'anno fiscale 2009 si trova invece a richiedere il 3% in meno di quanto emesso nel 2008.

Le risorse richieste supporteranno un totale di \$28 miliardi del finanziamento delle piccole imprese, che rappresentano un incremento del 37% delle operazioni di prestito rispetto l'esercizio del 2007, attraverso i programmi 7(a), 504, le obbligazioni SBIC e di microcredito.

In particolare, il budget per il 2009 prevede²²:

²¹ U.S. Small Business Administration, "Strategic Plan FY 2008-2013" (2007)

- 7(a)program: la SBA richiede \$17,5 miliardi, un aumento del 30% rispetto al 2007;
- 504 program: l'agenzia richiede \$7,5 miliardi in fonti di prestito, il 19% in più sul livello di prestiti del 2007;
- SBIC program: richiede \$3 miliardi di fonti, esattamente nella media degli ultimi tre esercizi;
- Disaster Loan Program: volume di \$1.061 miliardi in prestiti diretti (che corrisponde alla media decennale di attività dell'agenzia negli anni 1997-2006, tenuto conto dell'inflazione);
- Obiettivo di un totale di \$85 miliardi in contratti d'appalto federali da concedere alle piccole imprese per l'anno 2009;
- Investimento nel capitale umano dell'agenzia attraverso la continuazione del programma di formazione "SBA university", programmi di tutorato, pianificazione di reclutamento proattivo di personale altamente qualificato;
- Continuare il processo di modernizzazione della gestione dei prestiti e del sistema di accounting, includendo l'implementazione della raccolta, la manutenzione, la liquidazione, il contenzioso e le funzioni di garanzia di acquisto per uno dei principali programmi di prestito e la sua integrazione con il sistema di gestione finanziaria;
- Rafforzamento e miglioramento delle infrastrutture di informazione tecnologica dell'agenzia per fornire un effettivo e sicuro sistema di informazione per supportare decisioni ed operazioni dell'agenzia.

Il budget richiesto dalla SBA, inoltre, supporterà 2123 ETP nella posta Salari e spese, che corrisponde al livello di personale che si era pianificato di raggiungere per la fine del 2008.

Il ruolo della Small Business Administration è stato, dunque, fondamentale per lo sviluppo dell'economia americana negli ultimi cinquant'anni, lo è stato durante l'attuale crisi finanziaria e si prospetta sempre più decisivo negli anni a venire, come l'amministratore dell'agenzia, Steven C. Preston, ha sottolineato presentando il piano strategico per il periodo 2008-2013, ribadendo che <<*The mission of the Small Business Administration (SBA) is to maintain and strengthen*

²² Small Business Administration, sba.gov, Budget and Performance, "FY 2009 Budget Request and Performance Plan and FY 2007 Annual Performance Report"

the Nation's economy by enabling the establishment and vitality of small businesses and by assisting in the economic recovery of communities after disasters>> ("Strategic Plan, FY2008-2013")²³.

BUDGETARY RESOURCES (\$000)²⁴						
	<i>FY2004 Actual</i>	<i>FY2005 Actual</i>	<i>FY2006 Actual</i>	<i>FY2007 Actual</i>	<i>FY2008 Request</i>	<i>FY2009 Request</i>
<i>7(a) program</i>	\$188.995	\$73.238	\$72.485	\$71.387	\$82.883	\$86.958
<i>504 program</i>	\$34.139	\$21.812	\$21.424	\$24.915	\$25.720	\$27.858
<i>Microloan</i>	\$24.831	\$18.489	\$15.870	\$17.294	\$19.910	\$2.467
<i>SBIC program</i>	\$13.490	\$15.874	\$15.169	\$15.749	\$18.687	\$19.335
<i>GCBD Programs</i>	\$74.662	\$59.270	\$59.992	\$72.375	\$80.867	\$85.368
<i>Entrepreneurial Development Programs</i>	\$148.071	\$152.804	\$145.426	\$135.661	\$148.122	\$138.277
<i>Disaster Assistance</i>	\$208.401	\$424.748	\$1.795.488	\$614	\$388.782	\$350.078
<i>Advocacy</i>	\$9.360	\$9.439	\$9.364	\$9.858	\$11.023	\$11.963
<i>Tot.</i>	\$701.949	\$775.674	\$2.135.218	\$347.853	\$775.994	\$722.304

2.2. SMALL BUSINESS INVESTMENT ACT

Il 21 Agosto 1958 il Senato e la House of Representatives riuniti nel Congresso emanarono la Public Law 85-699, ufficialmente nota come "Small Business Investment Act of 1958".

La legge ha introdotto il programma "SBIC" della Small Business Administration. Negli Stati Uniti l'esigenza di creare un apparato finanziario organizzato per offrire fondi di finanziamento di lungo termine ed investimenti di private equity alle piccole e medie imprese era da tempo stato riconosciuto.

Questo era difatti stato il nodo del discorso politico portato dalla "Commissione specializzata sulle piccole imprese" in udienza davanti alla House of

²³ dal discorso di S. C. Preston :<< Missione della Small Business Administration (SBA) è di sostenere e rafforzare l'economia nazionale permettendo la nascita e la vitalità delle piccole e medie imprese ed aiutando il risanamento economico delle comunità colpite da disastri>>.

²⁴ U.S. Small Business Administration, "Fiscal Year 2010 Congressional Budget Justification"

Representatives nel novembre del 1957, quando il presidente del Board of Governors della Federal Reserve, William McChesney Martin, convenne che la Commissione avrebbe dovuto intraprendere uno studio sui bisogni finanziari delle piccole imprese per stabilire l'effettivo stato della situazione e delineare gli eventuali rimedi.

Nel marzo del 1958 la Parte I e II del report richiesto furono completati, e l'intero rapporto fu chiamato "Financing Small Business".

La parte I consisteva in quindici studi sui dati di mercato ed sul materiale fornito dalle piccole imprese stesse, mentre la parte II presentava i risultati di sei studi su crediti e risorse di capitali ed una analisi di studi effettuati su dati ottenuti attraverso questionari ed interviste a banche commerciali, creditori, società finanziarie, assicurative, di investimento, ed altri fornitori di credito e di capitale. La Parte III fu poi progettata per ottenere informazioni sulla struttura, le pratiche ed i problemi finanziari delle PMI; questo riportava quelli che gli stessi piccoli imprenditori ritenevano essere i loro problemi e le soluzioni suggerite²⁵.

Ne emerse che la disponibilità di crediti a breve termine risultava essere sufficientemente adeguata; ma più il lasso di tempo di riferimento diveniva lungo, più la disponibilità di credito diveniva meno adeguata. Nel complesso, quindi, la disponibilità di prestiti di lungo periodo e di equity capital non poteva considerarsi congrua alle necessità del settore.

Nelle parole del presidente Martin: <<C'è un gap nell'attuale struttura delle istituzioni finanziarie che risiede nelle aree del debito di lungo termine e dell'equity capital>> e l'esistenza di questo gap <<potrebbe inibire la crescita e la prosperità della nazione>>²⁶.

La necessità di creare mezzi finanziari appropriati fu così riconosciuta dal Congresso.

Nel decennio 1948-1958 i membri del Congresso avevano già iniziato a considerare più proposte per una struttura di finanziamento a beneficio delle piccole imprese; lo "Small Business Investment Act" è il risultato delle loro deliberazioni.

Di fatto, la formula di apertura della normativa in questione asserisce che <<politica del Congresso e scopo di questo Atto è di migliorare e stimolare

²⁵ A. Croate, "Security Purchase of Small Business Investment Companies", The Journal of Finance (1961)

²⁶ Citazione tratta dall'articolo "Security purchases of Small Business Investment Companies" di A. Choate, apparso sul "The Journal of Finance" nel 1961.

l'economia nazionale nel suo complesso ed il segmento delle piccole imprese in particolare, stabilendo un programma per stimolare un incremento del flusso di private equity e fondi di finanziamento di lungo termine di cui le piccole imprese necessitano per la stabilità finanziaria delle loro operazioni e per la loro crescita, espansione e modernizzazione, e che non sono disponibili adeguatamente>>²⁷.

L'atto del 1958 ha previsto la creazione di società d'investimento privatamente gestite, a capitale misto pubblico e privato, che assolvono a tre funzioni principali: fornire fondi di finanziamento a lungo termine e capitale di rischio a quelle che sono legalmente riconosciute come piccole imprese, oltre che servizi di consulenza manageriale e finanziaria.

La legge prevede la definizione di <<small business investment companies>>²⁸ come un organismo complesso, una società a responsabilità limitata, o in accomandita, abilitata con numero ristretto di partecipanti o altrimenti esistente sotto le leggi dello Stato allo scopo di esplicitare le funzioni e condurre le attività contemplate nell'atto stesso, che se dotata di personalità giuridica abbia durata per un periodo non inferiore ai trent'anni, a meno che i suoi shareholders non ne deliberino lo scioglimento anticipato, e invece se trattasi di società in accomandita resti in attività per non meno di dieci anni, e possieda i poteri ragionevolmente ritenuti necessari per eseguire i suoi compiti ed attività. L'area in cui una SBIC opera e la creazione di filiali o agenzie (ove permesse dalla legge) sono soggette all'approvazione della Small Business Administration, come anche ogni documento emesso da una siffatta società d'investimento.

Viene inoltre costituita in seno alla Small Business Administration la “Small Business Investment Division”, designata dalla SBA stessa alla gestione delle attività delle SBIC e che riceve una compensazione annuale pari al tasso previsto dalla legge per gli altri amministratori associati della SBA.

L'esercizio di una small business investment company è subordinato all'ottenimento di una licenza da parte dell'agenzia federale. Per ottenere la licenza, ogni candidato deve sottoporre alle SBA una domanda, corredata della documentazione prevista dalla legge federale e dal regolamento interno all'agenzia. In base a questa, la SBA è tenuta entro novanta giorni a dare un giudizio favorevole o meno, corredato dalle opportune motivazioni.

²⁷ “Small Business Investment Act”, Sec. 102. STATEMENT OF POLICY

²⁸ “Small Business Investment Act”, Sec. 103. DEFINITIONS (P.L. 85-699), (1958)

L'atto stabilisce inoltre i criteri per definire una piccola impresa in base al valore finanziario netto, che deve essere inferiore a \$6 milioni, al reddito netto, che varia a seconda che si tratti di imprese soggette al pagamento delle tasse federali o meno, ed in base alla dimensione dell'impresa rispetto alla media del settore industriale in cui opera, definita sulla base degli standard elaborati dalla SBA.

Sono inoltre specificamente definiti i requisiti dal punto di vista del capitale che devono essere soddisfatti: per ogni società che abbia ricevuto la licenza il capitale privato non deve essere inferiore ai \$5.000.000 o \$10.000.000, per il rilascio di titoli di partecipazione acquistati o garantiti dall'agenzia di supervisione ai sensi della legge²⁹.

In aggiunta la SBA può determinare se il *private equity* di ogni società licenziataria sia adeguato ad assicurare in una prospettiva ragionevole di operatività stabile e profittevole, e di una gestione attivamente e prudentemente condotta secondo il disposto dell'atto. Inoltre stabilisce che la licenziataria è tenuta ad effettuare, nel processo selettivo che porta alla decisione di investire in una piccola impresa, un'analisi accurata sulle capacità di quest'ultima di effettuare pagamenti periodici su altri debiti eventualmente esistenti, oltre che l'esperienza di manager e proprietari, la storia della società e le risorse finanziarie della stessa.

Si stabilisce poi il leverage massimo concesso dalla SBA³⁰, come modificato dal decreto correttivo del 1993; il leverage, che include obbligazioni e titoli di partecipazione acquistati o garantiti dalla SBA e titoli privilegiati, per una compagnia che abbia ricevuto la licenza è determinato dall'ammontare del capitale di ogni società: se la società ha capitale privato per non più di \$15.000.000, l'ammontare totale di leverage non può eccedere il 300% del capitale privato; se la compagnia ha *private equity* tra \$15.000.000 e \$30.000.000, il totale di leverage non può superare i \$45.000.000 più il 200% dell'ammontare di equity che eccede i \$15.000.000; se, infine, la società ha capitale proprio per un importo superiore ai \$30.000.000, la somma totale di leverage non può superare i \$75.000.000 più il 100% del totale di private equity superiore ai \$30.000.000, ma non superiore i \$15.000.000. Mentre per società in collaborazione l'ammontare aggregato di leverage non può comunque superare i \$90.000.000.

²⁹ "Small Business Investment Act", sec.103.12.A.i, sec. 302.a. CAPITAL REQUIREMENT (P.L. 85-699), (1958)

³⁰ "Small Business Investment Act", sec.303.2. MAXIMUM LEVERAGE (P.L. 85-699), (1958)

È evidenziato nell'atto stesso che le somme di dollari indicate nel 1958 debbono essere annualmente aggiustate per riflettere gli aumenti dell'IPC e gli effetti dell'inflazione.

L'atto prevede poi che l'Amministrazione non possa permettere ad una società licenziataria di ottenere un finanziamento per contrarre un *third party debt*, inteso come ogni forma di indebitamento diverso da quello dovuto alla SBA, che creerebbe o contribuirebbe a creare un rischio irragionevole di default o una perdita per il governo federale, ma permetterà alle stesse di contrarre debiti entro i termini e le condizioni stabilite dalla SBA stessa e della legge federale o statale.

Inoltre, al fine di incoraggiare le SBICs a fornire equity capital alle piccole imprese, la SBA è autorizzata ad offrire garanzie per il pagamento del prezzo di rimborso e dei pagamenti prioritari sui titoli di partecipazione emessi da tali società titolari di una licenza ai sensi della sezione 301 (c) dell'Act, e un trust o consorzio che agisce in nome della Amministrazione è autorizzato ad acquistare tali titoli. Tali garanzie ed acquisti devono essere effettuati entro termini e condizioni che l'ente federale deve stabilire mediante apposito regolamento. Ai sensi della presente legge, il termine "titoli di partecipazione"³¹ comprende azioni privilegiate, interessi privilegiati di una società in accomandita o strumenti assimilabili, comprese le obbligazioni per le quali gli interessi sono dovuti solo nella misura delle retribuzioni, ed il termine "pagamenti privilegiati"³⁰ comprende i dividendi azionari e gli interessi sulle partecipazioni qualificate.

I titoli di partecipazione così garantiti saranno soggetti alle limitazioni e restrizioni previste dalla legge, in aggiunta a quelle già previste dalla SBA, quali ad esempio l'estinzione obbligatoria entro quindici anni dalla data di emissione per un importo pari al 100% del loro valore di emissione maggiorato dell'ammontare di ogni interesse maturato. I pagamenti privilegiati sui titoli di partecipazione hanno diritto di priorità, sono cumulativi e a carico degli utili distribuibili, come definito dalla Amministrazione, della società emittente ad un tasso determinato dalla Segreteria del Tesoro prendendo in considerazione il rendimento medio di mercato dei titoli di Stato con vita residua comparabile a quella di tali strumenti finanziari, maggiorati di un ottavo del 1%, più un onere supplementare, in un importo annualmente stabilito dall'Amministrazione, necessario per ridurre a zero il costo (come definito nella sezione 502 del Federal Credit Reform Act del 1990) sostenuto dall'ente federale per acquisire e garantire

³¹ "Small Business Investment Act", Sec. 303.(g) BORROWING POWER

l'acquisto di titoli di partecipazione, il cui ammontare non può superare l'1,46% annuo.

Ogni società che emetta titoli di partecipazione ai sensi dell'Act si impegna ad investire un importo pari al valore nominale di tali titoli esclusivamente in "equity capital"³², intendendo con ciò azioni ordinarie o privilegiate o strumenti finanziari a queste assimilabili, inclusi i debiti subordinati con caratteristiche di equity non ammortizzati e che prevedano il pagamento degli interessi sulla base di fonti competenti, quali la legge o decisioni del governatore della SBA.

Ogni debito di tipo diverso deve essere comunque di carattere temporaneo e di importo limitato, non superiore al 50% del capitale di rischio.

Se è una società opera come società in accomandita semplice o soggetto equivalente ai fini fiscali e se non ci sono pagamenti prioritari accumulati e non pagati, la società può effettuare distribuzioni annuali di dividendi tra partners, azionisti e gli altri membri in ammontare non superiore al massimo dell'obbligazione fiscale cui ognuno è soggetto, là dove con "massimo fiscale"³³ si intende l'importo del reddito attribuito a ciascun socio, azionista o membro (compreso uno stanziamento per l'Amministrazione, come se si trattasse di un contribuente) per l'imposta federale sul reddito secondo la dichiarazione dei redditi presentata dalla società per l'anno fiscale precedente la distribuzione in questione, moltiplicato per l'aliquota federale e statale pari a quella più alta tra quella sulle società e sulle persone fisiche.

Tenuto conto di ciò, una società che abbia emesso titoli di partecipazione può distribuire il saldo del reddito ai suoi investitori, tra cui la SBA, nelle percentuali previste dalla legge, se non ci sono pagamenti preferenziali non soddisfatti e se tutti gli importi dovuti sono stati pagati integralmente, secondo le modalità approfonditamente descritte nel capitolo successivo.

Il computo dell'importo dovuto alla SBA deve essere soggetto a determinate condizioni: l'agenzia riceve annualmente la distribuzione dei profitti allo stesso tempo degli altri investitori; la formula prescritta dalla legge non potrà essere modificata per un incremento dell'equity a meno che tale incremento non sia causato da un preciso piano di business soggetto all'approvazione della stessa SBA. Dopo che la distribuzione ha avuto luogo, la quota della SBA non può essere soggetta a ricomputazione o comunque ridotta.

³² "Small Business Investment Act", Sec.303 (g) [4]

³³ "Small Business Investment Act", Sec.303 (g) [8]

Inoltre, se la società paga anticipatamente o rimborsa titoli di partecipazione, l'Amministrazione ha diritto a ricevere la quota di partecipazione alla distribuzione degli utili dovuta per ogni investimento detenuto dalla società alla data del rimborso o del pagamento anticipato.

Se ad una società è stata concessa la licenza entro o prima il 31 marzo 1993, questa può scegliere di escludere dalla partecipazione agli utili tutti gli investimenti detenuti in quella data; in tal caso l'Amministrazione deve determinare l'importo delle spese future attribuibili a ciascuno di tali investimenti preesistenti.

Nel rispetto dei finanziamenti concessi alle licenziatarie, la SBA riceverà dalla società che ha ottenuto la licenza un pagamento non rimborsabile di importo pari al 3% del valore nominale del finanziamento concesso, da corrispondere nel modo seguente: l'1% alla data in cui l'Amministrazione prende l'impegno del finanziamento con il titolare della licenza, e il saldo del 2% (o 3%, se l'impegno non era stato precedentemente assunto dalla Amministrazione) alla data in cui il finanziamento è tratto dal licenziatario.

Tutte le tasse, gli interessi ed i profitti ricevuti e conservati dalla SBA devono essere inclusi nei calcoli effettuati dal direttore dell'Office of Management and Budget per compensare i costi da questa sostenuti per l'acquisto e la garanzia delle obbligazioni e dei titoli di partecipazioni.

Per quanto attiene alle disposizioni sull'apporto di private equity alle piccole imprese cui le SBIC si rivolgono, è specificato, ai sensi della Sec.304 dello Small Business Investment Act, che è compito di ogni small business investment company fornire fonti di capitale per piccole imprese con o senza personalità giuridica secondo i modi e le condizioni che le SBICs devono fissare in concerto con la SBA.

Prima che il capitale sia fornito ad una piccola impresa, una SBIC può finanziare in tutto o in parte i debiti sospesi della stessa, divenendone a tutti gli effetti l'unico titolare dell'indebitamento; salvo quanto previsto nella normativa emanata dalla Amministrazione, la piccola impresa deve impegnarsi a non contrarre alcun debito successivamente senza prima aver ottenuto l'approvazione della SBIC cui si riferisce e dando a questa stessa società la prima opportunità di finanziamento. L'equity per le PMI dotate di personalità giuridica può essere fornito direttamente o in collaborazione con altri investitori, società o meno, attraverso accordi di partecipazione.

Ogni SBIC è poi autorizzata a concedere prestiti, secondo modalità e condizioni descritte dalla legge, a piccole imprese, al fine di fornire a ciascuna i fondi necessari per finanziare la propria crescita, modernizzazione ed espansione.

Il tasso massimo di interesse per la quota della società su ogni prestito concesso è determinato dalla SBA, che deve autorizzare le società che hanno emesso obbligazioni ai sensi della presente legge ad imporre un tasso massimo di interesse basato sulla cedola delle obbligazioni in circolazione, determinato su base annua, più le altre spese sostenute dalla SBIC approvate dall'agenzia stessa. Qualsiasi prestito concesso ai sensi della presente disciplina deve avere una durata non superiore a venti anni e deve avere valore stabile e sicuro, così da ragionevolmente assicurarne il rimborso.

Ogni SBIC, inoltre, che abbia concesso un prestito ad una piccola impresa è autorizzata a prorogare la scadenza dello stesso o il suo rinnovo per un ulteriore periodo, comunque non superiore ai dieci anni, se la small business investment company ritiene che tale proroga ne sia di aiuto al rimborso.

Si disciplina inoltre che se la società d'investimento ha ottenuto finanziamenti da parte della SBA e tali finanziamenti restano in sospeso, l'ammontare complessivo delle obbligazioni e dei titoli acquisiti possono essere emessi da tale società a favore di ogni singola impresa, purchè non superino il 20% del capitale privato di questa anche in assenza di apposita autorizzazione da parte dell'Amministrazione.

Ogni società di investimento in piccole imprese può poi avvalersi, ove possibile, dei servizi di consulenza del Federal Reserve System e del Department of Commerce, disponibili per legge per le imprese industriali e commerciali. Inoltre, qualsiasi Federal Reserve Bank è autorizzata ad agire come depositario o agente fiscale per qualsiasi società che opera in base alle disposizioni della presente legge. Una società di questo tipo cui sia stata concessa licenza prima del 1 ° ottobre 2004 e abbia finanziamenti in sospeso è autorizzata ad investire fondi non utilizzati per le sue operazioni

Al fine di monitorare al meglio l'attività dello SBIC Program, la SBA è tenuta ad includere nel suo rendiconto annuale un dettagliato resoconto sullo stato delle operazioni previste dall'Atto del 1958, con particolare attenzione a quanto attiene l'attuabilità e l'organizzazione di una piccola impresa a capitale bancario, al fine di favorire il finanziamento privato delle SBIC e limitare il finanziamento federale, le misure adottate dalla Amministrazione per massimizzare il recupero dei fondi governativi destinati all'avvio e la gestione delle SBICs e per assicurare

la conformità con le norme statutarie e regolamentari in materia; è inoltre prevista la stesura di un resoconto dettagliato delle spese e delle entrate fiscali derivanti al governo da parte delle piccole imprese, le perdite fiscali e l'aumento delle entrate relative alle piccole società di cui le SBICs si occupano, proposte di ulteriori incentivi fiscali per migliorare e facilitare l'attività delle piccole e medie imprese e per incoraggiare le small business investment companies nell'uso dei loro meccanismi di finanziamento.

Lo Small Business Investment Act prevede che ogni small business investment company sia soggetta ogni due anni ad accurate verifiche da parte della SBA per determinare se la società in questione si sia impegnata esclusivamente in attività lecite e previste dalla legge, si sia coinvolta in situazioni di conflitto di interesse, abbia acquisito o esercitato illegalmente il controllo di una piccola impresa assistita, abbia effettuato investimenti in piccole imprese per meno di un anno, abbia investito più del 20% del suo capitale in ogni singola piccola impresa, se tale limitazione è applicabile, si sia impegnata in investimenti esteri, abbia applicato tassi di interesse in eccesso rispetto al massimo consentito dalla legge.

La violazione di uno qualsiasi di questi obblighi porta all'apertura di una fase istruttoria al termine della quale, eventualmente riscontrata una grave violazione, la SBA può deliberare la revoca della licenza e quindi l'estinzione della SBIC in questione.

Al fine di facilitare il corretto flusso di prestiti di lungo periodo e di fondi di equity alle piccole imprese da parte delle small business investment companies, è disciplinato che le disposizioni di uno Stato in materia di prestiti sul suo territorio possono essere prevaricate se in contrasto con il disposto dell'Act. Si prevede in particolare che qualora il tasso di interesse massimo autorizzato dalla SBA su un qualsiasi prestito concesso da una SBIC è superiore al tasso che sarebbe autorizzata dalla legge dello Stato membro, se tale legge non è preesistente all'atto del 1958, la riscossione di interessi, in ogni caso, al di là del tasso autorizzato deve essere considerata una penalità ingiustificata; in questo caso il piccolo imprenditore che ha ingiustamente pagato l'interesse maggiore può recuperare dalla SBIC da cui è assistita ed ha ricevuto il prestito un importo pari al doppio dell'ammontare di interessi pagati sul debito. Tali interessi possono essere recuperati in un procedimento civile iniziato in un tribunale di giurisdizione del caso non più tardi di due anni dopo l'ultimo pagamento degli interessi.

Una disciplina dettagliata è prevista anche per gli istituti di credito. In particolare per le banche è previsto, in deroga alle disposizioni di legge dettate dalla Bank Holding Company Act del 1956, che ogni banca nazionale, o ogni banca membro del Federal Reserve System o non membri riconosciuti come banca ai sensi delle leggi, possono investire in una o più small business investment companies, purchè in nessun caso l'importo complessivo di tali investimenti superi il 5% del capitale della banca in questione.

Disciplina analoga è in vigore per le società di risparmio, per cui è previsto che, nonostante altre disposizioni di legge, qualsiasi associazione federale di risparmio può investire in società di investimento specializzate nello small business, purchè l'ammontare di tali investimenti non superi il 5% del capitale.

Per quanto possibile, le operazioni di una small business investment company possono essere intraprese in collaborazione con banche o altri investitori finanziatori, e le richieste iniziali di prestiti o acquisizioni di titoli da parte della società ai sensi delle disposizioni della legge in questione possono essere gestiti attraverso banche o altri investitori finanziatori con corrispettivo di un compenso base.

La SBA dovrà comunque garantire che il portafoglio di investimenti e la gestione di ogni piccola impresa siano sufficientemente diversificati e non affiliati con la proprietà della società titolare della licenza così da assicurare l'indipendenza e l'obiettività nella gestione finanziaria e la supervisione degli investimenti e delle operazioni eseguite dal titolare della licenza.

Lo Small Business Investment Act del 1958, rispondendo alle esigenze di finanziamento per il settore delle piccole imprese, non si limita a delineare le caratteristiche dello SBIC Program della SBA, ma presenta anche un nuovo programma che sviluppatosi a rilento nel contesto statunitense, ha assunto un'importanza primaria nel panorama finanziario quale promotore del mercato del venture capital statunitense: il New Market Venture Capital³⁴.

Nel Title III dell'Act sono infatti definite le linee guida dell'introduzione e dello sviluppo del venture capital, che da programma collaterale allo SBIC Program ha contribuito con gli anni alla definizione dell'industria entro cui le SBICs si trovano ad operare.

³⁴ "Small Business Investment Act", Part B. NEW MARKETS VENTURE CAPITAL (P.L. 85-699), (1958)

2.2.1. AMERICAN RECOVERY AND REINVESTMENT ACT DEL 2009³⁵

Tra le numerose modifiche cui è stato soggetto nel corso degli anni lo Small Business Investment Act del 1958 la più recente risale al febbraio 2009, quando il Presidente Barack Obama ha firmato l'American Recovery and Reinvestment Act, con il quale sono state apportate modifiche allo SBIC Program, soprattutto in termini di formulazione del calcolo del leverage massimo concesso dalla SBA, di limitazione agli investimenti complessivi legati alla diversificazione del portafoglio e di percentuale di finanziamenti ammissibili per le imprese più piccole.

Il Recovery Act cambia la formula per il calcolo dell'ammontare massimo di leverage che può essere nella disponibilità di una singola SBIC o di più SBIC poste sotto un controllo comune.

Il leverage rappresenta l'assistenza finanziaria che la SBA fornisce ad una SBIC garantendone i titoli di debito emessi. Alcune SBICs operanti ottengono leverage attraverso garanzie fornite dalla SBA sui titoli di partecipazione, ma il nuovo concetto leverage non prevede più questa forma nella sua pienezza.

In generale, sotto la nuova formula, il massimo importo di leverage disponibile per una SBIC non può superare il minore tra il 300% del regular capital della SBIC e \$150 milioni. Il "Regulatory Capital" consiste nel capitale di rischio della SBIC, maggiorato degli impegni di capitale vincolato che la SBIC ha ricevuto da finanziatori privati che incontrano specifici standard di valore finanziario netto. Per due o più SBIC operanti sotto un controllo comune, il massimo importo di leverage fornito non può superare i \$225 milioni.

Il Recovery Act prevede inoltre alcuni cambiamenti nella disciplina delle SBICs che otterranno la licenza dopo il 1 ottobre 2009, per cui non meno del 50% dei loro investimenti sarà effettuato in società collocate in aree geografiche caratterizzata da bassi redditi.

Il processo di applicazione del leverage è un processo progressivo che consta di due fasi: in primo luogo una SBIC deve presentare richiesta per uno specifico ammontare di leverage per uso futuro, cioè da attuarsi entro i successivi cinque anni. L'autorizzazione da parte della SBA è subordinata alla politica di credito da questa intrapresa e agli standards delle procedure operative e di gestione del rischio e dei crediti periodicamente rielaborati.

³⁵ U.S. Small Business Administration, "American Recovery and Reinvestment Act of 2009: Implementation of SBIC Program Changes" (may 2009)

In linea generale, la Small Business Administration approva leverage in eccesso di due terzi rispetto al capitale proprio (che rappresenta più di due volte il regulatory capital di una SBIC) dopo che la SBIC interessata ne abbia chiaramente dimostrato la consistenza, la profittabilità sostenibile basata su una strategia di investimenti che limiti i rischi insiti nel progetto. La seconda fase consiste nella concessione materiale della licenza; ogni SBIC licenziataria deve supportare annualmente la sua attività presentando un business plan aggiornato che rifletta la continuazione della strategia d'investimento attuata dalla società titolare della licenza e dimostri la capacità di solvibilità nei confronti della SBA.

Le SBIC che intendono usufruire del leverage della SBA sono tenute a diversificare il loro portafoglio per gestire al meglio i rischi dei loro programmi di investimento. La diversificazione è compiuta limitando l'importo massimo che una SBIC può investire in una singola impresa o gruppo di imprese. Il Recovery Act ha riformato il calcolo di questo "overline limit" dal 20% del private equity di una SBIC al 10% della somma del private capital e l'ammontare totale del leverage previsto dalla SBIC nel suo business plan approvato dalla SBA nel momento della sottoscrizione della sua licenza. Poiché la maggior parte delle SBICs progetta di usare due terzi del leverage rispetto all'equity, questo calcolo implica un aumento dell'overline limit al 30% del capitale proprio. Tuttavia, poiché le SBICs che sono state approvate con meno di 2/3 di leverage sono poche, il Recovery Act prevede un incremento più piccolo o nessun incremento nel limite di cui sopra.

Nello stesso atto viene poi posta particolare attenzione alle imprese minori, intese come società che, comprendendo ogni affiliata, abbiano un attivo patrimoniale inferiore ai \$ 6milioni ed una media di reddito netto per due esercizi consecutivi inferiore ai \$ 2milioni, o rispondono ai requisiti dimensionali previsti per l'industria in cui esercitano la loro attività primaria; tutte le SBICs che abbiano ricevuto finanziamenti dalla SBA dopo il 17 febbraio 2009 devono certificare che almeno il 25% dei finanziamenti futuri saranno destinati ad un'impresa minore.

La Small Business Administration si è impegnata a pubblicare nei prossimi mesi una adeguata regolamentazione integrativa che includa questi cambiamenti.

2.3. NATIONAL ASSOCIATION OF SMALL BUSINESS INVESTMENT COMPANY



NASBIC, National Association of Small Business Investment Companies, è l'associazione professionale di riferimento per le small business investment companies e l'industria del private equity negli USA.

La NASBIC è la più antica organizzazione di venture capitalist del mondo.

Fondata ad un mese dall'emanazione dello Small Business Investment Act, nel settembre 1958, NASBIC ha svolto un ruolo centrale nel promuovere la crescita e la vitalità del settore del private equity e delle piccole e medie imprese per più di cinquant'anni. L'associazione è inoltre rappresentata degli interessi delle SBICs nell'industria del venture capital.

L'associazione ha lottato con forza e raggiunto gli scopi preposti dalle leggi, i regolamenti e le politiche federali ed ha fornito il capitale a basso costo di cui le SBICs necessitano per assicurare con successo debiti di lungo termine ed investire in capitale di rischio in start up o piccole imprese in fasi di sviluppo, contribuendo inoltre ad adeguare ed implementare parallelamente il sistema legislativo. Come associazione nazionale per il settore delle small business investment companies, la NASBIC rappresenta la maggioranza di tutte SBICs attive. L'associazione difende gli interessi generali di quanti ottengono licenza come SBIC, quali le imprese di venture capital, banche d'investimento ed altri professionisti che desiderano essere coinvolti nell'evoluzione dell'industria o prestare servizi ai membri delle SBICs, come commercialisti o avvocati.

L'attività di supporto si manifesta tramite il lavoro di dodici uffici regionali facenti riferimento alla sede legale sita in Washington D.C. Per raggiungere i suoi obiettivi, la NASBIC combina le attività dei suoi membri e dirigenti con il lavoro professionale del proprio personale, così che l'operato di ogni membro risulti amplificato da questa attività di cooperazione. Lo staff dalla NASBIC è un team di professionisti altamente specializzati, idonei a garantire un'articolata gamma di servizi e prodotti di competenze, informazioni e consulenze.

Lavorando direttamente e tramite contratti di consulenza, lo staff da attuazione ai piani di azione approvati dal Board of Governors e rappresenta gli interessi dei

membri della NASBIC davanti al Congresso, alle agenzie esecutive, in particolare la Small Business Administration, ed ai media.

Un Board of Governors composto da trenta membri eletti annualmente stabilisce le politiche e l’agenda di lavoro dell’associazione, mentre cinque funzionari eletti da tale consiglio gestiscono le attività dell’associazione. Governatori e funzionari sono dirigenti attivi del settore, che rappresenta le SBICs nei diversi tipi e dimensioni con cui sono presenti in tutto il paese, permettendo di seguirne costantemente le performance grazie alla periodica pubblicazione dei risultati di performance.

La NASBIC, dunque, ha giocato per oltre cinquant’anni un ruolo essenziale nel costruire e promuovere una forte e redditizia industria delle SBICs, al fine di meglio servire il capitale necessario alla crescita delle piccole imprese americane.

Capitolo 3

3. SMALL BUSINESS INVESTMENT COMPANY

Con l'emanazione dello Small Business Investment Act nel 1958 il Congresso autorizzò la creazione delle Small Business Investment Companies (SBICs).

Prima degli anni '50 era opinione comune che innovazione, creazione di posti di lavoro, crescita economica fossero tutti risultati conseguibili in modo pressoché esclusivo dalle grandi imprese. Lo SBIC Program ha contribuito a rivoluzionare questo punto di vista, contribuendo a creare effettivamente l'industria del venture capital in seno al sistema economico americano, soprattutto allo scopo di colmare il *financial gap*, presente nel sistema finanziario tradizionale, che si pone come ostacolo agli imprenditori che intendano iniziare o estendere le loro attività.

Le SBICs, con il loro capitale ed i fondi ricevuti attraverso il governo federale a tassi agevolati, forniscono venture capital alle piccole imprese indipendenti, nuove o già esistenti.

Le piccole imprese spesso richiedono finanziamenti entro la fascia critica tra i \$250.000 e i \$ 5milioni nella forma di prestiti subordinati, non rilasciati da banche, o investimenti in equity generalmente non disponibili ad imprese private che non siano SBICs. Queste, infatti, riempiono tale lacuna, supportando ed assistendo ogni anno migliaia di piccole imprese statunitensi³⁶.

Questa missione viene perseguita attraverso gestori di fondi con importanti flussi di affari, ricercando la partecipazione di investitori qualificati, gestendo i rischi per i contribuenti attraverso procedure standardizzate di *risk management*, dando comunicazioni corrette e veritiere delle regole su cui il programma si fonda, offrendo fondi nel momento più consono a sviluppare dei risultati, sulla base di accurati studi sulla natura ciclica dei rischi di investimento, e focalizzandosi sulla massimizzazione dei profitti.

Al momento della sua istituzione, lo SBIC Program rappresentava una collaborazione unica nel suo genere tra i settori pubblico e privato.

³⁶ W. W. Widicus, "A quantitative analysis of the small business investment company program", pubblicato da The Journal of financial and quantitative analysis, (1966)

Non è il governo federale ad effettuare investimenti diretti o ad indirizzarsi a specifiche industrie piuttosto che altre; lo SBIC Program è un fondo di fondi, intendendo con ciò il fatto che la gestione del portafoglio e le decisioni di investimento sono lasciate a managers privati qualificati. Come risultato, la SBA ha un coinvolgimento pressoché marginale nella gestione del portafoglio delle SBICs.

I vantaggi nel formare una SBIC per i gestori di fondi sono numerosi: in primo luogo hanno la possibilità di incrementare il loro private equity emettendo titoli obbligazionari fino a tre volte il valore dell'equity, mentre ai sensi di legge per gli altri operatori questo viene limitato a due volte. Questo capitale viene fornito a costi più bassi che non gli investimenti di equity tradizionali; inoltre l'effetto del leverage concesso dalla SBA può avere un impatto molto forte sulla crescita dei rendimenti.

Impatto del leverage delle SBICs³⁷			
Rendimento Lordo del Portafoglio	Rendimento per gli investitori senza l'effetto leva delle SBIC	Rendimento per gli investitori con l'effetto leva delle SBIC	% di miglioramento dei rendimenti
10,0%	4,4%	0,0%	NA
15,0%	8,4%	12,7%	51,2%
20,0%	12,5%	19,5%	56,0%
25,0%	16,7%	27,3%	63,5%
30,0%	20,9%	35,2%	68,4%
35,0%	25,2%	42,5%	68,7%
40,0%	29,4%	49,6%	68,7%
45,0%	33,8%	56,2%	66,3%
50,0%	38,1%	63,7%	67,2%

Tabella 2: *Analisi dell'impatto del leverage delle SBICs sul rendimento degli investimenti.*

-tutti i rendimenti riguardo rendimenti annui composti, cioè il TIR;
 -si assume che i rendimenti sono al netto del 2,5% delle spese annuali, del 20% i remunerazione variabile del management, del 15% del capitale non investito, degli investimenti quadriennali;
 -il leverage che si è assunto comprende: participating securities (pari a due volte il valore del capitale privato), il 7,75% di pagamenti privilegiati, il 9% del tasso di profitto di partecipazione.

Vanno poi annoverati ulteriori benefici, quali il fatto che la concentrazione di una larga porzione di finanziamenti da una sola fonte riduce i costi operativi ed amministrativi, o che il Community Reinvestment Act stabilisce che i crediti disponibili per le istituzioni finanziarie che investono nelle SBICs aprono una risorsa di fondi per queste società di investimento che non potrebbero ottenere diversamente.

³⁷ Fonte: "National Association of Small Business Investment Companies"; dati elaborati da "US Small Business Administration_State of the SBIC Program – Fiscal Year 2002 Special Report"

Le small business investment companies, letteralmente società di investimento in piccole imprese, sono fondi di private equity che investono nelle piccole imprese americane rispondenti alle dimensioni ed ai criteri operativi delineati dal governo federale nello Small Business Investment Act e periodicamente rielaborati per una migliore aderenza alla realtà economica del paese.

L'esercizio dell'attività cui una SBIC è preposta per legge è subordinato all'ottenimento di una licenza da parte dell'agenzia federale della Small Business Administration, che la supervisiona e ne detta le regole di comportamento per tutta la durata di vita.

Una società, in accomandita o a responsabilità limitata, può richiedere presso la SBA l'autorizzazione per operare come licenziataria federale sotto lo Small Business Investment Act del 1958 e successive leggi governative.

I due criteri principali da rispettare per il rilascio della licenza sono la presenza di un management qualificato ed un livello sufficiente di capitale proprio. La SBA esamina ed, eventualmente, approva il management in base alle sue capacità professionali e caratteriali. Per quanto invece attiene al private equity, il capitale minimo richiesto per istituire una SBIC è di \$5 milioni di dollari, \$10 milioni se la società in questione intende fare ricorso a titoli di partecipazione; almeno il 30% di questo capitale deve pervenire da fonti non affiliate al management o alla proprietà, se diversa, della società. Il capitale addizionale, pari a tre volte il capitale proprio, è poi messo a disposizione di ciascuna SBIC attraverso la Small Business Administration dalla vendita di titoli garantiti dall'agenzia federale, sulla base delle esigenze di investimento e di spesa del fondo.

In nessun caso una SBIC può ricevere leverage da parte della SBA per un importo superiore ai \$108,8 milioni di dollari.

Se entrambi i suddetti criteri sono soddisfatti, ed i documenti organizzativi e legali della società candidata sono conformi ai regolamenti emanati dalla SBA, l'aspirante SBIC otterrà la licenza.

Una volta divenutane titolare, ogni SBIC è soggetta alla presentazione di un financial reporting annuale e ad ispezioni e verifiche biennali da parte della SBA, oltre a dover rispettare alcune restrizioni statutarie e legali per la selezione degli investimenti.

Per ottenere leverage le SBICs emettono obbligazioni garantite dalla SBA. Vengono quindi formati fondi comuni di queste obbligazioni, ed i certificati di

partecipazione garantiti dalla Small Business Administration sono venduti agli investitori attraverso offerte pubbliche.

Secondo le attuali procedure, i prestiti concessi ed i titoli di debito acquistati hanno un termine di dieci anni e prevedono pagamenti semestrali degli interessi ed il pagamento della somma residuale alla data di maturazione. Le obbligazioni a dieci anni non consentono pagamenti anticipati entro i primi cinque anni senza il pagamento aggiuntivo di una penale; superato questo termine, l'obbligazione può essere pagata anticipatamente rispetto alla data di scadenza senza l'onere di una penalità addizionali. Prestiti e titoli di debito con termine inferiore ai cinque anni sono però accettabili soltanto quando necessari a proteggere finanziamenti esistenti, se la SBA ha positivamente deliberato in tal senso.

In ogni caso, il tasso di interesse sul titolo è determinato in base al minore tra il tasso dettato dalle condizioni di mercato al momento della vendita ed il tasso applicato sulle obbligazioni a dieci anni del Secretary of Treasury, maggiorato di un mark up attualmente oscillante tra i 65 ed i 75 punti base.

Il capitale privato nella sua interezza è più esposto al rischio che non il patrimonio di ciascun contribuente, ed è per questo che la SBA esamina regolarmente ciascuna SBIC per sincerarne la stabilità finanziaria e la conformità alle normative.

Al di là delle opportunità di reperire finanziamenti dall'agenzia federale per le piccole imprese, tutte le small business investment companies possono beneficiare di molteplici vantaggi fiscali; tra questi la più rilevante è l'assoggettamento ad imposizione fiscale solo nel momento della distribuzione degli utili tra i soci. Questo meccanismo, noto come *tax deferral* è un nodo di attrazione importante per gli investitori; in particolare poi, per gli investitori individuali, è prevista una disciplina particolare tanto dei *capital gains*, per cui è previsto che per l'acquisto di azioni in SBICs la tassazione sia differita, che delle perdite, compensabili con altri redditi³⁸.

Uno degli errori più comuni circa il programma SBIC è considerarlo esclusivamente come un programma di credito; non è un vero e proprio programma di venture capital, dove tutti i soci sarebbero egualmente esposti al rischio, perché il governo ha la possibilità, in alcune circostanze previste dalla legge, di limitare la propria esposizione al rischio finanziario.

³⁸ "Internal Revenue Code", Sec. 104 e 1244.

Strumenti e metodi tipici per limitare il *credit risk* per i contribuenti, come monitorare i pagamenti di interessi, non sono invece perseguibili per le porzioni di capitale del portafoglio delle SBIC.

Per quanto attiene al ruolo della Small Business Administration nello SBIC program, è da sottolineare che la normativa che attribuisce all'agenzia federale poteri di supervisione e controllo esiste per proteggere gli interessi delle piccole imprese assistite dalle SBICs e l'integrità del programma, oltre che assicurare la sua efficacia globale; nella pratica però la Small Business Administration è tenuta a minimizzare il suo ruolo e la sua presenza nelle operazioni quotidiane delle SBICs, onde evitare di diverrne un ostacolo.

Tutte le società d'investimento per piccole imprese sono società a scopo di lucro. Le SBICs tendono a prendere a prestito somme superiori all'ammontare del loro capitale; hanno, dunque, bisogno di aumentare l'interesse sul loro esborso a favore delle piccole imprese. Ad esempio, una SBIC può pagare alla SBA un interesse del 10% per l'ottenimento dei fondi e poi investire o dare a prestito gli stessi ad una piccola impresa al 12%; il 2% di margine viene impiegato per coprire i costi che la SBIC deve sostenere nel suo operare, ma non generano profitto per gli stockholders.

Molte SBICs conseguono profitti possedendo quote di capitale proprio nelle piccole imprese assistite. Tuttavia, storicamente si è avuta la tendenza ad evitare investimenti diretti di equity nelle imprese in *early stage*, preferendo investire in azioni privilegiate o debiti garantiti.

Per incoraggiare le small business investment companies ad effettuare investimenti diretti di private equity ed eliminare ogni disallineamento di fondi, la Small Business Administration ha introdotto, nel 1994, un nuovo titolo di partecipazione: invece di ricevere il rimborso al tasso corrente, la SBA acquisisce diritto ai dividendi, e partecipa ai profitti di lungo termine delle SBICs. Questo nuovo tipo di *participating securities* offerto dalla SBA consente di aumentare la disponibilità di finanziamento di equity delle SBICs.

Accanto al finanziamento con capitale, quindi, dal 1994 la SBA fornisce finanziamento alle SBICs nella forma di prestiti garantiti al 75%. Questi strumenti consentono alle SBIC di rinviare il pagamento di capitale ed interessi, sino a quando la gestione non generi sufficiente *cash flow* per il servizio del debito; nel contempo la SBA può partecipare agli eventuali utili.

COMPARAZIONE TRA LIVELLI DI LEVERAGE NELLO <i>SBIC PROGRAM</i>		
	OBBLIGAZIONI	PARTICIPATING SECURITIES
AMMONTARE DI LEVERAGE	Fino al 300% del capitale netto	Fino al 200% del capitale netto
TERMINE	10 anni	10 anni
PAGAMENTO DEGLI INTERESSI	Semestrale	la SBA anticipa il pagamento degli interessi agli investitori su base trimestrale. La SBA è rimborsata di questi pagamenti, noti come "prioritized payments" con gli utili del fondo.
RIMBORSO DELLA QUOTA CAPITALE	È previsto il pagamento anticipato, maggiorato di una certa penalità, per i primi cinque anni e successivamente, pagamenti anticipati senza addizionali. È interamente dovuta alla scadenza del decimo anno	La formula prevede dapprima il rimborso dei pagamenti preferenziali, e quindi del capitale residuante. Comunque il rimborso deve aversi al decimo anno.
QUOTA DEI PROFITTI	Nessuna	Basata sulla formula di profitti prevista dalla legge, e tipicamente inferiore al 10%
ACCORDI E COSTO DEL PRELIEVO	1% dell'accordo + 2% di costo del prelievo	1% dell'accordo + 2% di costo del prelievo
ONERI ANNUALI	Oneri annuali basati sul tasso della sovvenzione, determinato contestualmente all'accordo e dovuto su base semestrale	Oneri annuali basati sul tasso della sovvenzione, determinato contestualmente all'accordo, e versati al momento della distribuzione degli utili.

39

Alcune banche e pochi istituti di credito non bancari gestiscono questi finanziamenti.

Il massimo importo che l'agenzia federale può garantire è di \$500.000 dollari. Ottenendo migliori condizioni e garanzie per somme di denaro sufficienti a finanziare adeguatamente la propria attività, le piccole imprese sono le prime beneficiarie delle *participating securities* emesse dalla SBA.

Il detenere garanzie dell'agenzia federale facilita le istituzioni finanziarie ad effettuare prestiti di lungo termine a tassi che risultino più attrattivi sul mercato;

³⁹ dati elaborati dal "Small Business Investment Company Program, Financial Performance Report 1994-2004" (September 2004)

consente inoltre di fornire finanziamenti di maggiore entità rispetto a quelli che le tradizionali condizioni di credito permetterebbero.

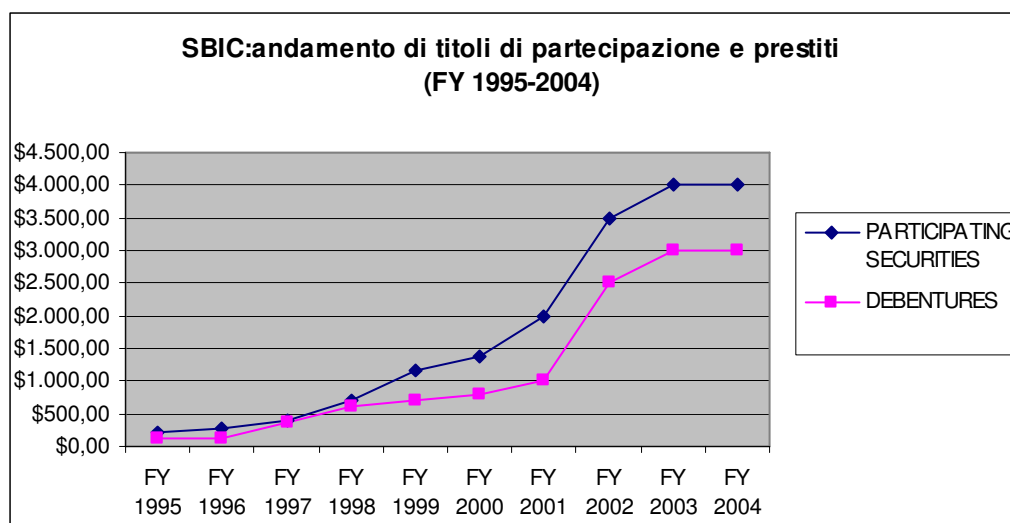


Figura 4: *Andamento delle participating securities e dei debiti di lungo periodo concessi da SBICs dal 1995 al 2004*⁴⁰

Ad ogni modo ciò è possibile soltanto nel caso in cui ci sia nella struttura finanziaria della piccola impresa di cui sono acquisite quote una quantità di equity ritenuta sufficiente e la disponibilità di una sostanziale garanzia supplementare a sostenere il prestito.

Maggiore incentivo per ogni SBIC ad investire in uno small business è la possibilità di dividere il successo dell'impresa se questa cresce e prospera.

Nel caso in cui gli investimenti producano profitti, le SBIC ripagano il leverage e gli interessi, rimborsando poi gli investitori privati in equity; quindi gli eventuali profitti sono ripartiti tra la SBA e gli investitori privati.

La quota di profitti che va alla SBA viene utilizzata per far fronte ad eventuali mancati rimborsi di fondi erogati ad altre SBICs, consentendo quindi al programma federale di autofinanziarsi.

Qualora, dunque, sussistano utili realmente conseguiti si può procedere alla distribuzione di questi tra gli investitori pubblici e privati secondo percentuali fissate per legge a seconda dei diversi casi configurabili: se alla data di distribuzione l'importo delle obbligazioni in circolazione non è superiore al 200% del private equity, ogni importo distribuito deve essere dato ad investitori privati e alla SBA in base alle percentuali di finanziamento del private equity.

Se invece l'ammontare delle obbligazioni in circolazione è superiore al 100% ma inferiore al 200% del totale del capitale proprio, il 50% dei dividendi deve essere

⁴⁰ Dati elaborate dal "Small Business Investment Company Program_Financial Performance Report for cohorts 1994-2004" (2004)

attribuito alla SBA ed il 50% ai finanziatori privati; se l'ammontare è pari o inferiore al 100% del capitale, bisogna seguire le proporzioni previste dalla legge, per cui la società assegna alla SBA una percentuale calcolata in base alla quantità di titoli di partecipazione divisa per nove volte il valore dell'equity.

Se l'importo dei titoli emessi è inferiore al 50% del capitale privato o a \$ 10.000.000, a seconda di quale tra i due risulti minore, la distribuzione non deve essere fatta all'Amministrazione, a meno che la SBA determini, caso per caso, l'esplicita distribuzione per ridurre il valore delle partecipazioni emesse per un importo inferiore ai \$ 10.000.000.

Ad ogni modo, una società che abbia emesso titoli di partecipazione può decidere di destinare all'Amministrazione una quota dei suoi profitti determinati dal rapporto tra il suo capitale privato sull'importo dei titoli di partecipazione garantiti dalla SBA in conformità con quanto segue: se l'ammontare delle partecipazioni garantite risulta minore o uguale al 100% dell'equity si seguono le norme sopra descritte; se il totale delle partecipazioni è maggiore del 100% ma non del 200% del capitale proprio, la società può destinare alla SBA una percentuale pari al 9%, maggiorato del 3% del totale delle partecipazioni al netto del private equity, dividendo il tutto per il valore dell'equity.

Tutti gli importi ricevuti dalla Small Business Administration devono essere considerati in primo luogo come utili da partecipazioni, e l'eccedenza come un rimborso anticipato delle participating securities o delle obbligazioni.

Inoltre, fatte salve le predette disposizioni, in nessun caso la percentuale di utili distribuiti può superare il 12% degli utili conseguiti, a meno che alla data di emissione dei titoli sul mercato il tasso dei titoli di Stato a dieci anni sia diverso dal 8%, nel qual caso la SBA dovrà adeguare l'aliquota prevista con la stessa percentuale delle obbligazioni statali; in nessun caso, sancisce l'Act del 1958, le disposizioni di legge devono essere interpretate in modo da creare un interesse sulla proprietà della società da parte dell'Amministrazione.

La posizione dei privati nel caso di perdite è residuale rispetto al rimborso della SBA; nel contempo, il meccanismo di *leverage* dei fondi pubblici consente ritorni potenzialmente più alti dei capitali investiti.

Ad oggi esistono due tipologie di small business investment companies: le SBICs "ordinarie" e le SSBICs, Specialized Small Business Investment Companies.

Queste ultime si caratterizzano per essere espressamente volte ai bisogni di finanziamento di imprenditori cui sono state vietate possibilità di possedere o

operare in un'impresa a causa del loro trovarsi in uno stato di svantaggio sociale o economico. Operano attualmente sul mercato centotré Specialized Small Business Investment Companies, numero che non può che diminuire dal momento che, malgrado il positivo impatto che le SSBICs hanno avuto sull'economia degli stati e delle aree geografiche più depresse, probabilmente anche a causa dello svilupparsi di progetti analoghi, quali il *Microloan*, programma di microcredito della SBA, lo Small Business Program Improvement Act del 1996 ha disciplinato che nessuna nuova licenza debba essere emessa per l'istituzione di una SSBIC. Comunque, quante di tali società che sono ad oggi esistenti (ai sensi della Sec. 301(d) dello SBIC Act del 1958) potranno continuare ad operare.

Tranne per poche eccezioni, le stesse regole e regolamenti sono applicati sia alle SBICs che alle SSBICs.

Attività principale delle SBICs è, dunque, quella di finanziare piccole imprese, soprattutto nelle fasi di start-up. Nell'esercizio di tale attività, queste società d'investimento hanno ampia flessibilità in termini di opzioni di finanziamento, da cui risulta un'ampia gamma di strumenti finanziari, idonei ai diversi bisogni di ogni piccola impresa considerata.

Mezzi principali sono prestiti a lungo termine ed investimenti di private equity, in accordo con i risultati delle analisi economiche condotte antecedentemente all'emanazione dello SBIC Act del 1958.

Le SBICs infatti possono fare prestiti di lungo termine alle piccole imprese assistite al fine di fornire i fondi necessari per la loro stabilità finanziaria, crescita, modernizzazione ed espansione. Tali prestiti possono essere forniti da ogni società in modo indipendente o in cooperazione con altri finanziatori pubblici o privati.

Ogni prestito deve avere una durata non superiore ai venti anni, sebbene sotto determinate condizioni la SBIC abbia la possibilità di rinnovare o estendere la maturità del prestito per, e non oltre, i dieci anni.

Può, inoltre, scegliere di finanziare una piccola impresa nella forma di titoli di debito, i quali possono essere convertibili o meno, o avere diritti di acquisto di equity nella piccola impresa considerata; questi titoli possono presentare anche uno speciale piano di ammortamento e specifici termini di subordinazione.

Altro strumento è poi l'investimento di private equity: secondo la legge, una SBIC può fornire equity capital acquistando quote di equity della società assistita o detenendo un'opzione di acquisto. Una SBIC non può però in nessun modo diventare partner in una piccola impresa priva di personalità giuridica, o diventare

socio illimitatamente responsabile per il totale delle obbligazioni contratte dalla stessa.

Le categorie di piccole imprese in cui le small business investment companies possono investire sono tassativamente previste dai regolamenti dell'agenzia SBA; in particolare, lo SBIC Program non è indirizzato al finanziamento di altre SBICs, né di altre società di finanziamento o d'investimento, determinate società immobiliari, società che esercitino nel territorio degli Stati Uniti meno della metà delle loro operazioni, attività occasionali, o società che necessitino di fondi allo scopo di acquisire terreni agricoli. Nel dettaglio, ci sono attività immobiliari proibite, quali investimenti in terreni agricoli, per l'appunto, terreni brulli o cimiteri, e reinvestimenti vietati; in quest'ultimo caso è previsto il divieto di fornire fondi ad una piccola impresa la cui attività primaria includa la fornitura di fondi, in modo diretto o indiretto, ad altri, acquisendo debiti obbligazionari, o in base a contratti di factoring o leasing a lungo termine.

Nella pratica, nel rispetto dei limiti suddetti l'attività di finanziamento dello SBIC Program è rinvenibile in molteplici settori economici, con una particolare incidenza su quelli della manifattura e del terziario.

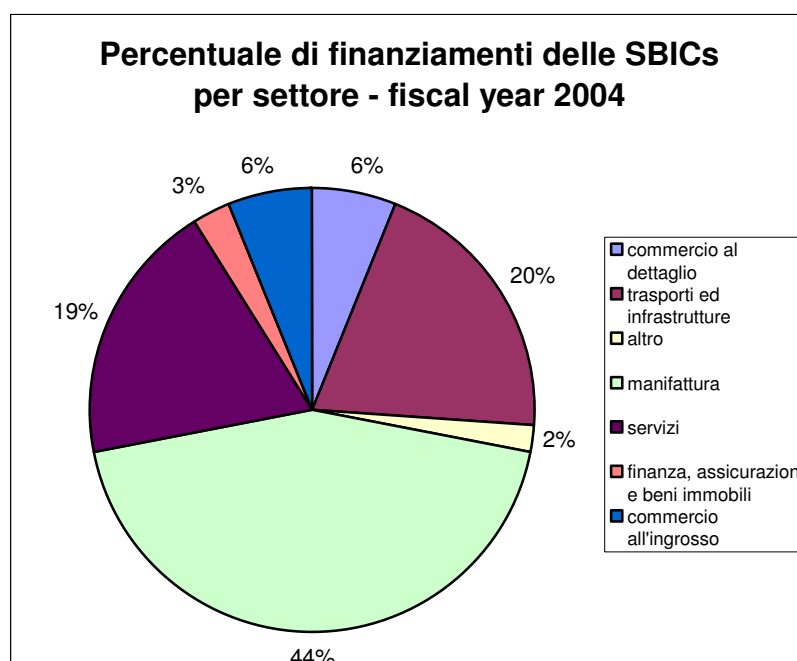


Figura 5: Ripartizione dei finanziamenti delle SBICs nei vari settori di attività nell'anno di riferimento 2004⁴¹

⁴¹ dati elaborate da "US Small Business Administration_Financial Performance Report 2004" (2004)

Una SBIC non può in nessun modo controllare, né direttamente né indirettamente, in modo permanente nessuna piccola impresa. Né può altresì controllare una piccola impresa in compartecipazione con un'altra SBIC o sua controllata.

In casi particolari, e tassativamente previsti, la Small Business Administration può permettere ad una SBIC di assumere temporaneamente il controllo di una piccola impresa allo scopo di difendere il suo investimento, ma per un periodo non superiore ai sette anni. In questi casi, però, la SBIC e la piccola impresa in questione devono avere un piano di dismissione preventivamente approvato dalla SBA.

In termini generali, i fondi di investimento usati per comprare titoli devono andare direttamente alle piccole imprese che emettono i titoli in questione. Tali fondi non devono essere usati per comprare titoli già in circolazione, a meno che ciò non si renda necessario per assicurare la stabilità finanziaria di una piccola impresa, o quando i titoli siano usati per finanziare un passaggio di proprietà. L'acquisto di titoli oggetto di offerta pubblica di sottoscrizione è permesso nei limiti per cui i proventi dell'acquisto andranno alla società emittente.

Ogni SBIC differisce dalle altre per dimensione e filosofia di investimento; ogni small business investment company ha una specifica identità ed una propria politica sul tipo di finanziamento da preferire, sulla base di diversi criteri, quali dimensione delle PMI, industria di riferimento e caratteristiche geografiche.

Una piccola impresa può rivolgersi, al fine di ottenere il finanziamento necessario, ad una SBIC presentandole il proprio business plan compreso di piano dirigenziale, profilo del management, descrizione della produzione, focus sugli aspetti della proprietà, analisi del mercato e dell'industria, piano finanziario storico e previsionale.

Un'impresa è qualificata per ottenere il finanziamento di una SBIC se ha un patrimonio netto inferiore ai \$18 milioni ed un reddito operativo netto per due esercizi consecutivi inferiore a \$6 milioni. Qualora un'azienda non rispetti questi criteri, potrebbe ancora essere stimata come "piccola" in base a standard inerenti il numero di dipendenti e l'ammontare di vendite annuali, standard che variano a seconda dell'industria di riferimento dell'impresa.

I benefici che derivano ad una piccola impresa dall'accesso allo SBIC Program sono notevoli, su tutti la possibilità di ottenere finanziamenti di private equity, prestiti di lungo termine ed assistenza manageriale di alta qualità. Al contempo i gestori dei fondi del programma hanno la possibilità di incrementare il proprio

portafoglio grazie al capitale concesso loro dal governo federale a tassi d'interesse vantaggiosi.

Ma, molto più importante, i benefici economici che la nazione ha tratto e trae dallo SBIC Program attraverso le piccole imprese finanziate sono stati notevoli, grazie soprattutto alla creazione di centinaia di migliaia di posti di lavoro ed al flusso di entrate fiscali che si sono generate lungo tutta la vita del programma. Sintetizzando, lo schema operativo attuale dello SBIC Program è il seguente:

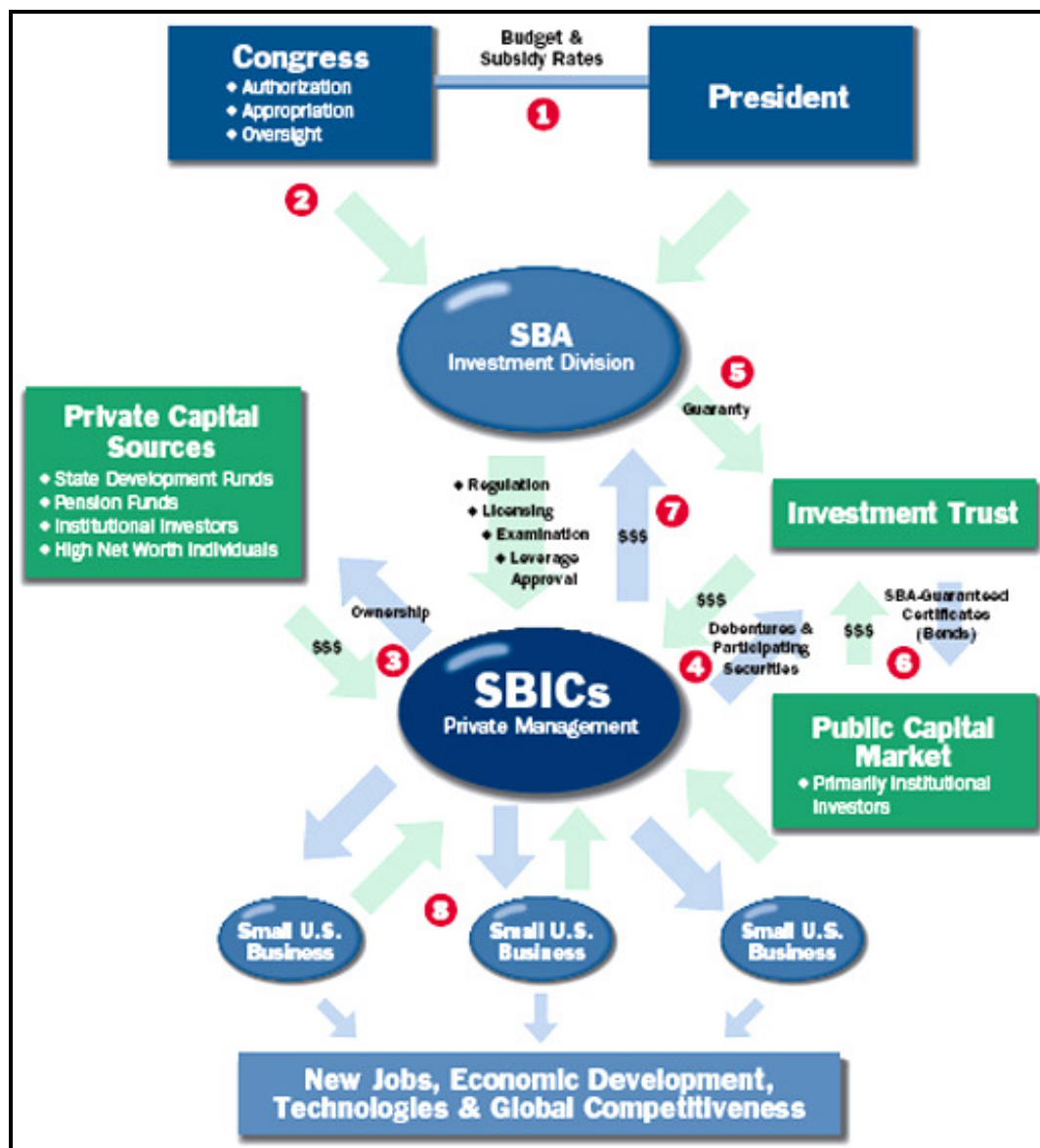


Figura 6: schema di funzionamento dello SBIC Program, con evidenza dei flussi di capitali ricevuti ed offerti dalle SBICs⁴²

⁴² NASBIC America's Small Business Partners, nasbic.org, "SBIC flowchart: how the program works"

Dal 1958 ad oggi, le SBICs hanno svolto un ruolo eminente nell'economia statunitense, quale primo strumento per far fronte alle lacune di finanziamento che ha poi aperto la strada allo sviluppo e all'affermazione nel panorama americano del venture capital, che rappresenta oggi una delle realtà economiche più importanti del Paese.

3.1. EVOLUZIONE DEL PROGETTO: 1958-2009

Nel corso degli anni il progetto si è notevolmente sviluppato e, a causa soprattutto dei cambiamenti intervenuti nel sistema economico statunitense e mondiale, si è modificato.

Negli anni '60 operavano più di mille SBICs, per lo più specializzate in fondi immobiliari. Queste avevano un capitale proprio minimo (previsto allora per \$ 150,000 dollari) ed erano gestite da persone senza esperienza nel campo del venture capital. Molte di queste prime SBICs si rivelarono però infruttuose ed ebbero vita breve, così che già negli anni '70 il numero di SBICs operanti si ridusse drasticamente a trecento; in pochi anni si trasformarono in società con una notevole esperienza nelle attività di investimento, così che lo SBIC Program cominciò effettivamente a giocare un ruolo chiave nella nascente industria del venture capital.

Durante gli anni '80 un aumento eccezionale dei tassi di interesse accentuò drasticamente il problema, essenzialmente strutturale, del fornire investimenti di equity di lungo periodo usando obbligazioni come fonti di finanziamento. Per di più altre caratteristiche normative delle SBICs, come l'ammontare massimo di leverage limitato a \$35 milioni per finanziare le piccole imprese, accanto alla crescita di grandi società di venture capital e l'emergere dei fondi pensione come investitori centrali del mercato, attori economici che ingenti tasse federali scoraggiavano ad investire nelle SBICs attraverso l'acquisto di titoli obbligazionari, causò il declino dell'industria delle small business investment companies. Così che nei primi anni '90 soltanto centottanta SBICs operavano ancora, tra cui circa ottanta risultavano essere non-leveraged SBICs, possedute da banche o altri istituti finanziari autorizzati.

Per queste ragioni nel 1991 la Small Business Administration designò un Advisory Commission al fine di riesaminare le performance dell'industria delle

SBICs. La Commissione determinò che lo SBIC Program aveva effettivamente avuto un ruolo cruciale nello sviluppo dell'economia americana, ma che necessitava di significativi cambiamenti atti a rendere il programma più efficiente e competitivo. Le linee principali del resoconto dell'Advisory Commission furono riportate in un nuovo regolamento, noto come "Small Business Equity Enhancement Act of 1992". I cambiamenti radicali introdotti portarono alla creazione di una nuova ed ulteriore forma di leverage concesso dalla SBA denominata, come precedentemente detto, *participating securities*; fu inoltre introdotto un nuovo limite nell'ammontare di leverage a disposizione delle SBICs, pari ora a \$90 milioni, e gli attuali livelli di private equity necessari per l'ottenimento dell'autorizzazione ad operare come società d'investimento in PMI, quali sopra riportati. Propose dunque cambiamenti da intraprendere al fine di rendere il programma più coerente con una nuova realtà economica, quale l'industria del venture capital.

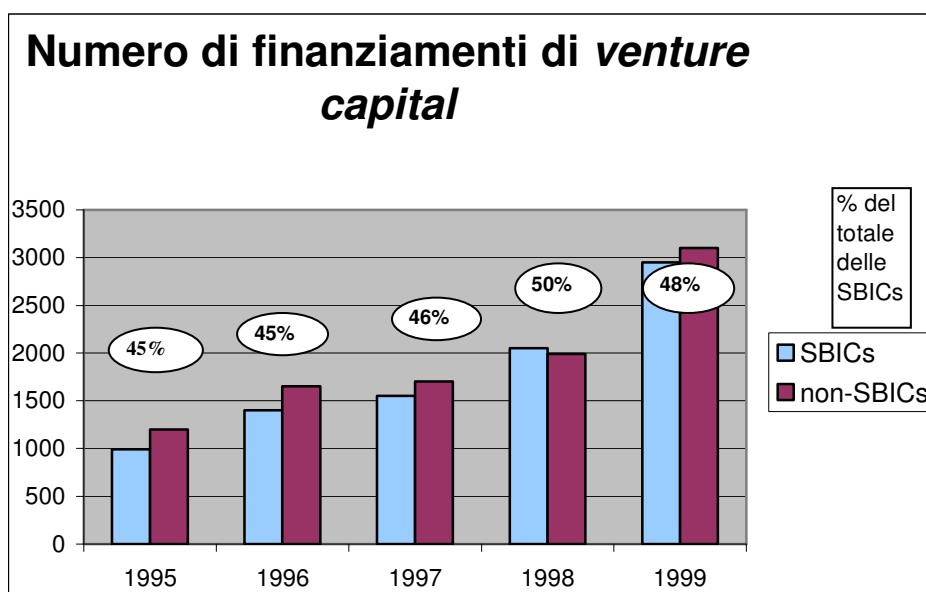


Figura 7: Confronto tra il numero di finanziamenti offerti dalle SBICs e quelli offerti da società d'investimento non operanti nello SBIC Program

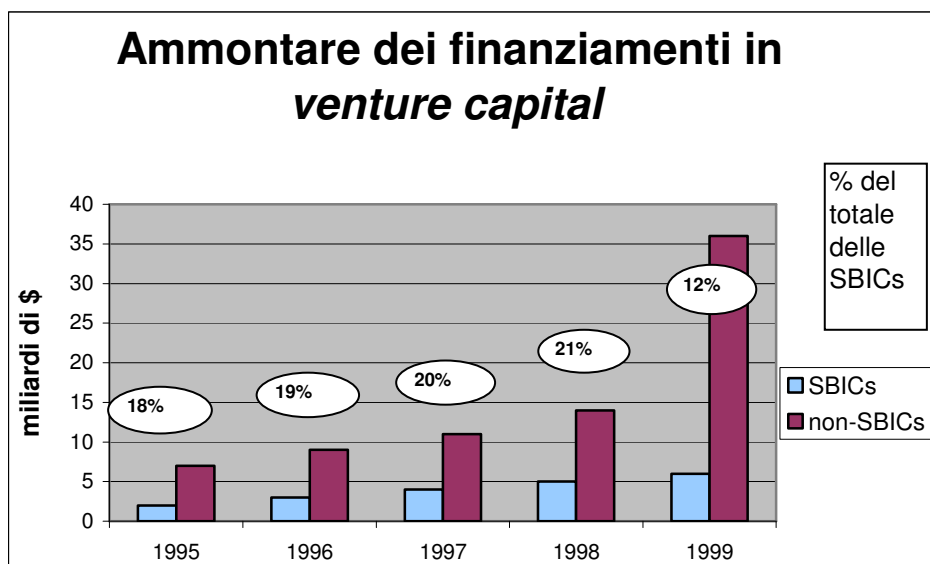


Figura 8: Confronto tra il volume di finanziamenti offerti dalle SBICs e volume di finanziamenti offerti da altre società di investimento non operanti nello SBIC Program⁴³

Grazie ai provvedimenti intrapresi lo SBIC Program riprese vigore sul mercato e già nel 1994 le SBICs operanti aumentarono a 456, di cui 129 SBIC che utilizzavano titoli obbligazionari per un totale di private equity pari a \$ 2.976 milioni e 149 SBICs operanti con *participating securities* per \$ 3.957milioni. Permanevano inoltre cinquantaquattro non-leveraged SBICs con un capitale privato di \$ 1.776milioni e sedici SSBICs per un valore di \$ 94milioni.

Le SBICs si sono rivelate particolarmente efficienti nell'ultimo decennio. Nel 2000, anno record del programma, lo SBICs Program ha registrato nel totale un return on investment (ROI) pari al 39%, ed in particolare lo strumento dei titoli di partecipazione ha registrato un ROI del 99,4%.

Un'analisi della SBA in merito ha evidenziato come le *participating securities* abbiano realizzato ricavi pari a tre volte i loro costi, con un totale di valore delle attività realizzate prossimo ai \$ 4miliardi.

Nel 2002 la SBA ha elaborato uno studio specifico ed approfondito sullo stato del programma, portando a rilevare come negli anni tra il 1994 ed il 2002 questo abbia soddisfatto i bisogni di finanziamento del 64% delle PMI nazionali, per un totale di sovvenzioni pari a \$9,3 miliardi di dollari, superando di gran lunga gli altri operatori di venture capital presenti sul mercato U.S.

⁴³ Fonte: US Small Business Administration; dati elaborate dalla Federal Reserve Bank of Minneapolis

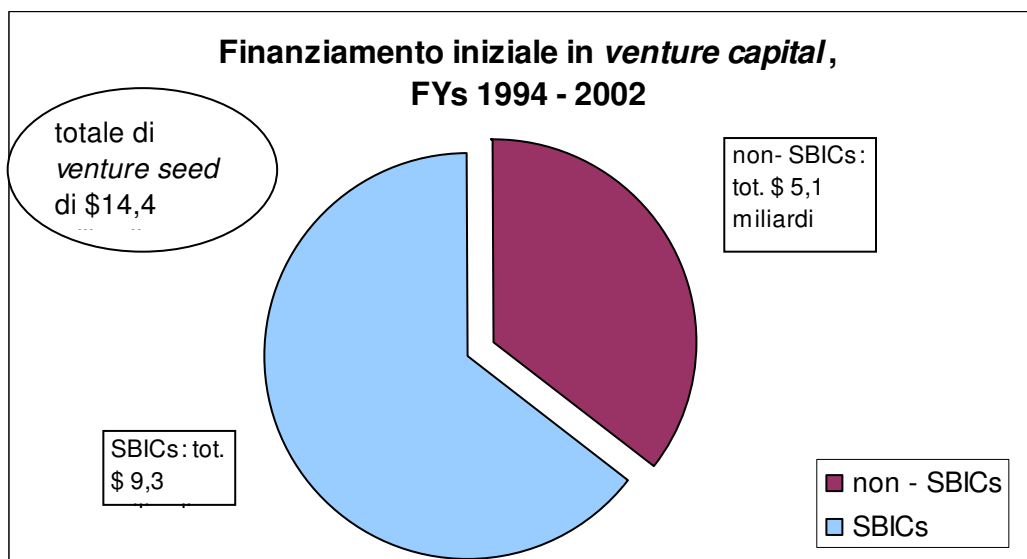


Figura 9: Confronto tra finanziamenti in capitale di rischio concessi a PMI in fase di seed da SBICs e da società d'investimento non-SBICs

Alla data del 1 Ottobre 2008, come riportato nello "Small Business Economy Report to the President, FY2008", le SBICs che utilizzano lo strumento dei titoli obbligazionari e quelle che fanno ricorso alle *participating securities* hanno approssimativamente ricevuto leverage dalla SBA per \$3,798 miliardi.

Il capitale totale per le 332 SBICs operanti è di \$18,353 miliardi, mentre per le sedici SSBICs ad oggi operanti di \$119,7 milioni; il totale degli investimenti effettuati ammonta a \$2,648 miliardi in 2057 piccole imprese.

Composizione del portafoglio delle SBICs nel corso del 2002						
Tipo di fondo	Numero di licenze concesse	Patrimonio di vigilanza privato	Capitale della SBA			Totale delle risorse utilizzate
			Leverage in circolazione	Impegni a investire	Totale per la SBA	
Participating Securities	\$185,00	\$4.285,80	\$3.297,30	\$2.919,50	\$6.216,80	\$10.502,60
Titoli Obbligazionari	\$128,00	\$1.880,20	\$1.336,70	\$725,60	\$2.062,30	\$3.942,50
SBIC possedute da banche	\$87,00	\$5.392,10	\$23,20	\$10,00	\$33,20	\$5.425,30
SSBIC	\$42,00	\$119,30	\$67,60	\$12,90	\$80,50	\$199,90
Tot.	\$442,00	\$11.677,40	\$4.724,80	\$3.668,00	\$8.392,80	\$20.070,30

Figura 10: Dinamica di finanziamento per le imprese in fase di seed⁴⁴

⁴⁴ Dati tratti dalla US Small Business Administration, "State of the SBIC Program – Fiscal Year 2002 Special Report"

Lo sviluppo repentino dell'industria del venture capital ha, quindi, avuto un impatto negativo, se pur temporalmente limitato, sul numero e sull'entità degli interventi delle small businesses investment companies che, pur restando uno degli strumenti principali per il finanziamento delle PMI, si è trovato a passare da attore principale a co-attore di un'industria che si espande sempre più.

Nei suoi cinquant'uno anni di esistenza, lo SBIC program ha fornito alle PMI finanziamenti per quasi \$40 miliardi di dollari, di cui \$12 miliardi di leverage, come fondi governativi ricevuti attraverso l'operato della Small Business Administration, per il finanziamento di 90.000 small businesses.

3.2. IMPATTO SULL'ECONOMIA AMERICANA

Lo SBIC program ha, come a più riprese sottolineato, svolto un ruolo centrale nell'economia U.S.A., permettendo oltre allo sviluppo delle PMI anche la creazione di nuovi posti di lavoro e maggiori redditi in tutto il paese.

Ed il potenziale di un investimento viene misurato da una small business investment company anche sulla base di questi fattori: lavoro, redditi ed introiti fiscali su una più vasta scala, così da incoraggiare l'espansione e la crescita dell'economia nazionale.

In particolare, per quanto attiene il lavoro, la SBA utilizza tre differenti criteri di misurazione per valutare l'impatto delle attività delle SBICs: fa riferimento al *National Venture Capital Association industry ratio*; al numero di posti di lavoro dopo il finanziamento di una SBIC sullo stesso numero rilevato prima dell'intervento; ed infine al numero di posti di lavoro in società che fanno parte di una SBIC. Questi ultimi due indicatori sono piuttosto incompleti e non vengono tenuti in particolare considerazione.

In base, invece, al *NVCA's industry ratio*, i finanziamenti delle SBIC hanno nel totale permesso 73.000 posti di lavoro nel solo 2002 (anno dell'ultima rilevazione effettuata), includendo sia nuove occupazioni che il mantenimento di lavori preesistenti.

Lo stesso studio ha inoltre permesso di evidenziare nel dettaglio l'impatto del programma sull'occupazione nei diversi Stati federali, come mostrato nella tabella a seguito:

Numero impiegati in società che ricevono finanziamenti dalle SBICs					
Stato	Impiegati	% della Forza Lavoro	Stato	Impiegati	% della Forza Lavoro
California	148510	0,90%	Kansas	20516	1,50%
New York	83765	1,00%	Colorado	17664	0,80%
Texas	75413	0,80%	Minnesota	17583	0,70%
Nord Carolina	52558	1,40%	Wisconsin	16784	0,60%
Florida	51599	0,70%	Connecticut	16354	1,00%
Ohio	40755	0,70%	Indiana	14964	0,50%
New Jersey	40276	1,00%	Missouri	14376	0,50%
Massachusetts	37388	1,20%	Virginia	14101	0,40%
Pennsylvania	35868	0,60%	Louisiana	13304	0,70%
Michigan	27690	0,60%	Washington	12829	0,40%
Tennessee	26115	1,00%	Arizona	9876	0,40%
Georgia	25389	0,60%	Maryland	9598	0,40%
Illinois	22650	0,40%	Altri	75072	
Totale Posti di Lavoro			920997		

Come mostrato anche dalla tabella, la California rappresentando uno degli Stati che maggiormente fanno ricorso allo SBIC Program, come, in termini più generali, è lo stato in cui il mercato del venture capital risulta più sviluppato, è anche quello che ne trae i maggiori benefici.

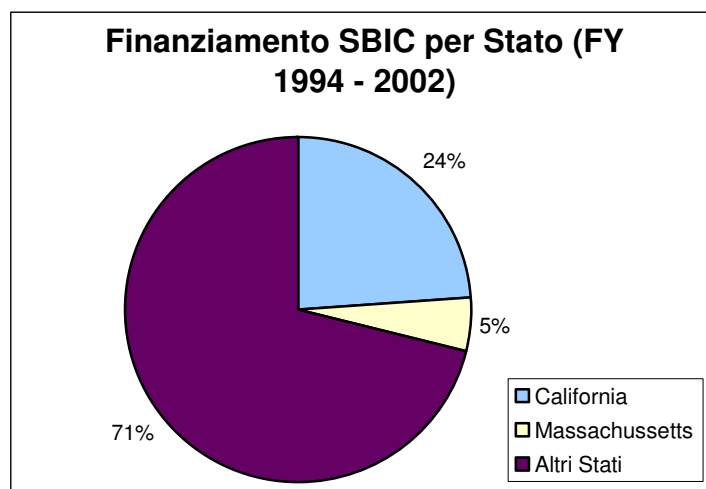


Figura 11: Percentuale dei finanziamenti concessi dallo SBIC Program negli Stati federali

Ed è, difatti, è anche lo Stato che registra i maggiori introiti fiscali:

Dati economici dalla SBA (FY 2002)				
Stato	N°Occupazioni	Tasse Federali	Tasse Statali e Locali	Reddito Lordo
California	\$406.572	\$2.679.039.845	\$283.930.996	\$108.455.277.290
New York	\$115.777	\$358.588.161	\$148.368.056	\$11.654.963.135
New Jersey	\$64.949	\$196.328.246	\$33.606.179	\$4.577.284.134
Kentucky	\$40.330	\$275.821.337	\$30.359.209	\$5.789.753.760
Texas	\$39.289	\$70.849.953	\$22.011.448	\$1.886.155.931

Florida	\$33.599	\$261.284.402	\$29.651.607	\$3.343.568.151
North Carolina	\$30.537	\$127.505.989	\$40.004.121	\$3.904.293.602
Pennsylvania	\$29.431	\$61.658.720	\$19.551.908	\$3.943.222.418
Ohio	\$28.317	\$185.210.897	\$42.797.849	\$3.776.566.285
Minnesota	\$25.399	\$92.060.851	\$41.699.598	\$4.361.031.189
Illinois	\$21.423	\$274.283.209	\$81.583.642	\$3.027.515.257
Colorado	\$19.624	\$131.562.139	\$27.947.904	\$2.712.765.858
Connecticut	\$19.143	\$52.382.322	\$27.710.009	\$1.591.981.800
Kansas	\$18.070	\$106.400.400	\$29.489.181	\$1.764.947.916
Missouri	\$17.880	\$93.617.246	\$24.217.593	\$2.806.081.729
Massachusetts	\$16.099	\$110.235.820	\$28.653.172	\$2.742.337.232
Virginia	\$14.601	\$69.489.709	\$19.908.429	\$2.078.859.486
Oregon	\$14.406	\$84.933.768	\$22.478.824	\$974.687.950
Georgia	\$12.927	\$51.041.819	\$14.508.813	\$2.316.102.457
Maine	\$12.643	\$95.721.728	\$16.454.491	\$2.122.542.013
Indiana	\$10.623	\$54.813.110	\$18.420.721	\$1.500.136.517
Michigan	\$9.506	\$55.026.701	\$17.829.107	\$1.833.266.516
Washington	\$8.249	\$65.714.516	\$4.691.422	\$1.400.313.104
Maryland	\$8.243	\$35.759.069	\$12.302.622	\$1.739.503.114
Wisconsin	\$6.337	\$51.007.240	\$10.146.198	\$1.767.041.332
Altri	\$40.870	\$268.834.348	\$70.565.253	\$6.931.439.388
Totale	\$1.064.844	\$5.909.171.545	\$1.118.888.352	\$189.001.637.564 ⁴⁵

Lo SBIC Program, come la maggior parte dei programmi dell'agenzia federale SBA, copre tutti i cinquanta Stati della federazione americana, più il Distretto della Columbia, le Isole Vergini e Puerto Rico.

A differenza degli altri strumenti di venture capital, però, che hanno un impatto pressoché analogo su tutto il territorio, le SBICs hanno una distribuzione meno omogenea, toccando maggiormente aree che registrano redditi tendenzialmente medi o bassi.

Con attenzione a tutto il territorio, sette Stati ricevono oltre il 50% dei finanziamenti di capitale; caso particolare si configura, come già accennato, la California, che rappresenta il 25% delle PMI assistite da SBICs, ed è lo Stato che più di ogni altro fa riferimento all'industria del venture capital nel suo complesso, rappresentandone il 42% del mercato di destinazione.

⁴⁵Fonte: "US Small Business Administration_State of the SBIC Program – Fiscal Year 2002 Special Report"

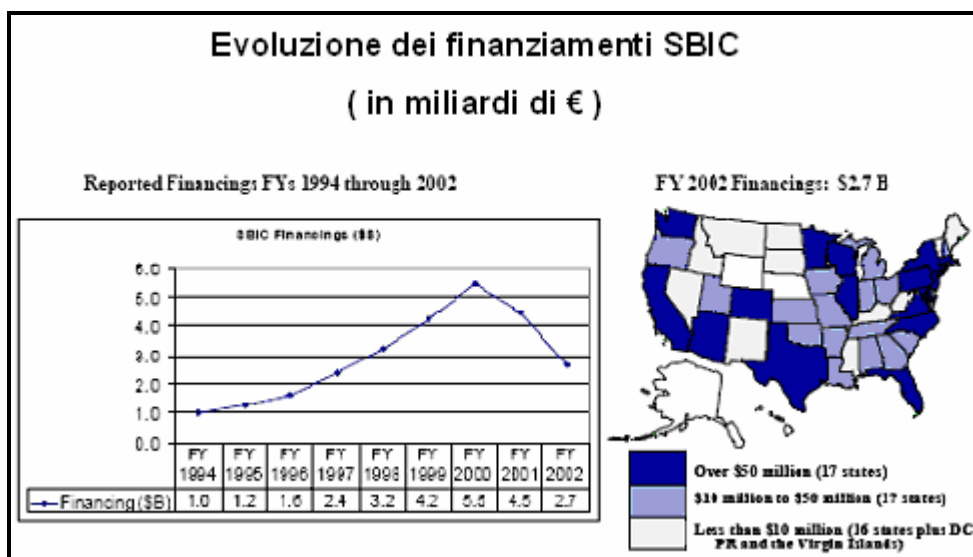
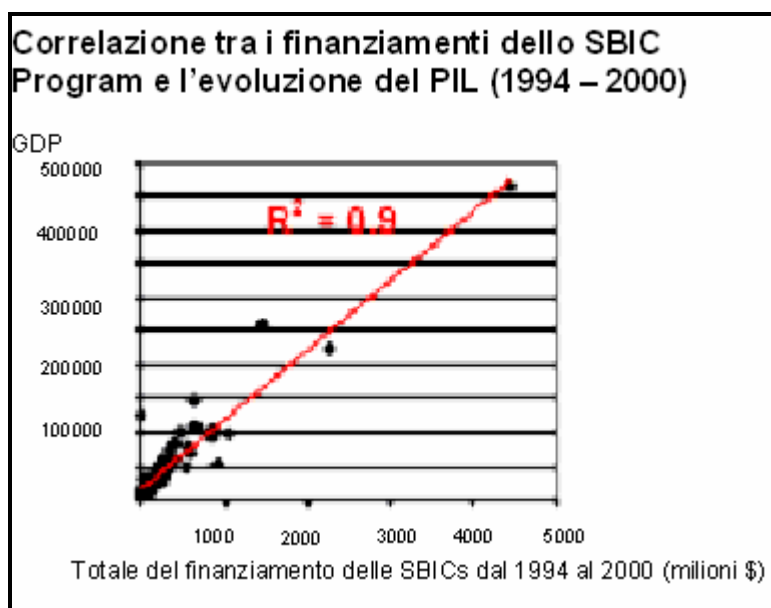


Figura 12: Andamento dei finanziamenti delle SBICs tra il 1994 ed il 2002, con evidenza degli Stati che maggiormente fruiscono dell'operato del programma

L'impatto dello SBIC Program è stato riscontrato anche in una forte correlazione con la crescita del Prodotto Interno Lordo, che secondo gli studi condotti dalla SBA nel 2002 è prossima allo 0,9.

Ciò nonostante al momento attuale non sono stati condotti studi per determinare l'eventuale relazione di causa-effetto intercorrente tra i due elementi, cioè se il finanziamento delle SBICs sia causa in qualche modo dell'aumento del PIL, se piuttosto le società di investimento incrementino la loro attività al crescere del PIL, o altre relazioni di causa – effetto eventualmente intercorrenti tra i due dati.



Le SBICs, come la maggior parte dei programmi di coinvestimento pubblico-privato istituiti in numerosi paesi nel corso degli ultimi anni, è un programma

indirizzato alle piccole e medie imprese, con particolare attenzione a quelle che presentano un forte potenziale innovativo, e che come tali possono rappresentare uno stimolo ulteriore al sistema economico nazionale nel suo complesso.

Per queste ragioni particolarmente significativo è stato il contributo delle SBICs ai settori della tecnologia e della ricerca e sviluppo.

Capitolo 4

4. LE *BEST PRACTICES* INTERNAZIONALI

Il costante progresso tecnologico, la globalizzazione, la crescente complessità dei mercati pongono sempre nuove sfide competitive alle imprese, che ne traggono fonti di opportunità ma anche di minacce.

Questa crescente complessità si riflette in ogni aspetto del sistema economico e, in particolare, di quello finanziario.

In un contesto di questo tipo chi ne risente maggiormente sono le piccole e medie imprese, che si trovano a necessitare di strumenti sempre più efficaci ed efficienti per potersi avviare, sviluppare ed affermare sui mercati.

Le iniziative di maggior successo attuate negli ultimi anni sono quelle derivanti da collaborazioni tra più soggetti, quali il sistema delle imprese, il sistema finanziario, il mercato del lavoro, le Amministrazioni pubbliche, i poli universitari e di ricerca.

Focalizzando l'attenzione sui meccanismi pubblici d'intervento, diviene fondamentale identificare le strade da intraprendere per aiutare nel concreto il sistema delle imprese impegnato nella competizione globale.

Tra le pratiche di sostegno finanziario rivolte principalmente alle PMI innovative quella che all'estero ha raggiunto interessanti livelli di efficacia è stata la costituzione di fondi di fondi a capitale misto pubblico-privato volti all'investimento in fondi di venture capital gestiti da strutture di carattere prevalentemente privato, come sono appunto le statunitensi SBICs, tra le prime nella classifica delle *best practices* internazionali.

Le diverse soluzioni di partnership pubblico-privata presentano caratteristiche comuni sotto alcuni aspetti: nessun programma attivato a capitale pubblico-privato si indirizza ad una generalità di attori, ma ciascuno prevede l'individuazione di specifiche tipologie di imprese target e fasi del ciclo di vita cui indirizzarsi; tutti si prepongono come obiettivo di sviluppare all'interno del proprio paese un mercato privato del venture capital; per quanto divergenti, tutte le modalità di intervento sono riconducibili alle forme di fondi o fondi di fondi di

venture capital; il rapporto tra settore pubblico e settore privato si fonda su precisi schemi di condivisione dei rischi e dei profitti.

Tra le più significative esperienze internazionali di intervento del settore pubblico finalizzato alla riduzione dell'*equity gap* per le PMI, vengono di seguito analizzati il caso di Israele, che a livello extracomunitario rappresenta, assieme alle SBIC, un punto di riferimento per la materia trattata, ed i casi europei della Finlandia, del Regno Unito e della Francia; le esperienze di questi paesi delineano approcci di fondo diversi, ma che tuttavia nel lungo termine tendono a convergere in modalità di intervento diretto.

4.1.ISRAELE

In Israele, gli anni '90 hanno visto lo sviluppo dell'industria del venture capital che ha notevolmente contribuito alla crescita di imprese innovative, soprattutto grazie al forte sostegno offerto loro nella difficile fase di start-up.

Come già nell'esperienza statunitense, motore propulsivo dell'affermazione del venture capital fu l'emanazione ad opera del governo israeliano del programma Yozma, nel 1993, che ha costituito un fondo di fondi a capitale pubblico accanto ad investimenti privati in nuovi fondi di venture capital.

Lo Yozma Program si fonda non solo su uno schema di *risk sharing*, ma anche di *upside leverage scheme*⁴⁶, generando risultati decisamente positivi che hanno portato in seguito allo svilupparsi di iniziative simili.

Lo Yozma Program, realizzato al fine prioritario di favorire la crescita dell'industria privata del venture capital nel paese, ma anche nell'intento di coinvolgere nel progetto operatori esteri, in modo da attrarne gli investimenti e sfruttare il cosiddetto *supply side learning*, al momento della creazione contava un capitale pari a \$100 milioni.

Yozma è tenuto, in base alla legge che l'ha disciplinato, ad investire l'80% del capitale in fondi privati di venture capital ed il 20% direttamente in piccole imprese, preferibilmente innovative.

Per ottenere la partecipazione governativa, ciascun fondo target deve possedere per legge determinati requisiti, quali:

⁴⁶ misura di intervento pubblico indiretto dal lato dell'offerta; per un approfondimento si rimanda al Capitolo 1, pagina 11.

- uno degli investitori deve essere un operatore internazionale di fama rinomata;
- uno degli investitori deve essere un attore economico locale con rilevanti capacità di investimento;
- il fondo si deve essere impegnato ad investire in start-up, soprattutto high tech.

L'impatto del programma sull'economia israeliana è stato importante: nel 1992 esisteva in Israele un solo fondo di venture capital; con il programma Yozma il fondo è intervenuto in altri dieci fondi conseguentemente creatisi, acquisendone il 40% del capitale (per un importo prossimo agli \$8 milioni ciascuno); tali fondi avevano l'obbligo di investire in start-up operanti in Israele.

Complessivamente, in dieci anni di attività il fondo ha attratto \$150 milioni di investimenti, esteri e domestici, che hanno consentito di effettuare investimenti per un totale di \$250 milioni in oltre 200 start-up.

Caratteristica dello Yozma Program è la presenza di uno schema che prevede pari trattamento tra investitori pubblici e privati in caso di perdite, con l'incentivo per l'investitore privato di esercitare un'opzione call, con scadenza a cinque anni, ad un valore equivalente al capitale rivalutato ad un rendimento pari all'incirca al 7% annuo. E difatti otto tra i dieci fondi privati hanno esercitato in collaborazione l'opzione call di acquisto della quota dell'azionista pubblico nel 1997.

Per l'investitore pubblico il rendimento è funzione del prezzo di esercizio. In questo caso, se si conseguono delle perdite l'azionista pubblico non interviene; nel caso in cui invece l'iniziativa abbia successo, consente di moltiplicare gli eventuali benefici quando il rendimento supera quello implicito nel prezzo di esercizio.

Nel 2000, che ha rappresentato un anno record per il venture capital internazionale, le fonti di capitale di rischio per l'alta tecnologia, grazie ai fondi creati con il programma Yozma e agli altri fondi da questo gemmati, sono state stimate tra i \$4 e i \$5 miliardi.

Inoltre, l'importanza di avere attratto fondi esteri non si è estrinsecata nella sola creazione di fondi privati di capitale di rischio, ma anche nell'affermazione di un'ottima reputazione del paese nel campo dell'high-tech e nell'apprendimento da parte dei gestori locali di fondi delle *best practices* del settore.

Il soggetto che gestisce i fondi, poi, oltre ad avere un ruolo attivo nella gestione degli investimenti, offre alcuni servizi accessori e complementari al finanziamento stesso. In particolare, al di là dei servizi di sostegno all'attività di scouting e di selezione delle imprese obiettivo, è prevista la possibilità di coinvestimenti diretti in tali imprese da parte dei fondi Yozma e di misure d'intervento del governo israeliano.

Le operazioni di vigilanza e di autorizzazione per le attività svolte dal fondo Yozma sono di esclusiva competenza del Ministero del Commercio e dell'Industria israeliano e del Chief of Scientist, il comitato strategico del governo israeliano per le politiche in materia di innovazione tecnologica.

Uno schema analogo è stato adottato nel 2004 anche per *Heznek Government Seed Fund*, che prevede uno specifico programma di intervento, in cui il governo partecipa al 50% del capitale (per un importo pari a \$900 milioni di dollari). Il governo ha concesso anche in questo caso un'opzione call agli investitori privati per acquisire la quota pubblica entro cinque anni al prezzo iniziale maggiorato degli interessi maturati.

I programmi sopra descritti sono stati affiancati negli anni da interventi pubblici sul lato della domanda, soprattutto nel campo della ricerca e sviluppo, per agevolare la fase di *early growth* delle imprese high tech.

4.2. EUROPA

Nell'ambito dell'Unione Europea l'esigenza di creare strumenti di supporto alle PMI per colmare le lacune nell'accesso ai finanziamenti cui necessitano è da anni al centro del dibattito.

Nel 1998 l'UE ha promosso un "Piano d'azione sul capitale di rischio", con l'impegno di attuare politiche di sostegno alla creazione di nuove imprese innovative e di microimprese operanti entro i confini dell'Unione Europea.

L'impegno è stato poi ribadito dal Consiglio Europeo negli accordi di Lisbona del 2000 e dalle successive direttive.

Obiettivi dichiarati sono:

- aumentare la competitività mediante il supporto all'innovazione ed un sostegno maggiore allo sviluppo delle PMI;

- migliorare il livello di professionalità delle risorse umane per ottimizzare i livelli occupazionali;
- tenere sotto costante osservazione i temi della protezione, dello sviluppo e della tutela ambientale.

Tecnicamente, tutto ciò deve potersi tradurre in specifiche misure finanziarie finalizzate alla creazione ed allo sviluppo di determinate categorie di imprese, in primo luogo quelle ad alto contenuto tecnologico, e dell'innovazione di prodotti e di processi per le aziende tradizionali.

I provvedimenti presi dagli Stati membri vengono valutati in relazione al loro impatto in termini di incoraggiamento degli investimenti privati e di decisioni d'investimento prese sulla base di criteri di mercato, orientati alla massimizzazione del profitto.

Il tema che ha però sollevato più discussioni è quello della definizione degli interventi pubblici a titolo di capitale di rischio e la compatibilità di questi con le norme che disciplinano gli aiuti di Stato e le loro limitazioni.

È al contempo abbandonata ogni logica di natura assistenziale a favore dell'adozione dei criteri di economia di mercato: nel caso di interventi diretti, ciò implica la partecipazione significativa di capitali privati (orientativamente tra il 30% e il 50%) e di gestori professionali. Assume quindi rilievo crescente un'impostazione volta a favorire la partnership pubblico-privata, improntata ad una logica di *risk sharing*, ovvero contemplante incentivi per ridurre il rischio sopportato dai privati.

Le forme di incentivo valutate positivamente riguardano:

- costituzione di fondi di investimento (fondi di capitale di rischio) in cui lo Stato compaia come socio, investitore o aderente, anche a condizioni meno vantaggiose rispetto agli altri investitori;
- sovvenzioni in favore di fondi di capitale di rischio a copertura di parte delle spese amministrative e dei costi di gestione sostenuti;
- altri strumenti finanziari in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di capitale di rischio, così da incentivarli a mettere a disposizione ulteriori capitali;
- garanzie prestate a favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di capitale di rischio a copertura di parte delle perdite legate agli

investimenti, o garanzie prestate in relazione a prestiti in favore di investitori e fondi per investimenti in capitale di rischio;

- incentivi fiscali vantaggiosi per gli investitori affinché effettuino investimenti in capitale di rischio.

Queste finalità sono state parzialmente soddisfatte da programmi posti in essere nei singoli Stati membri.

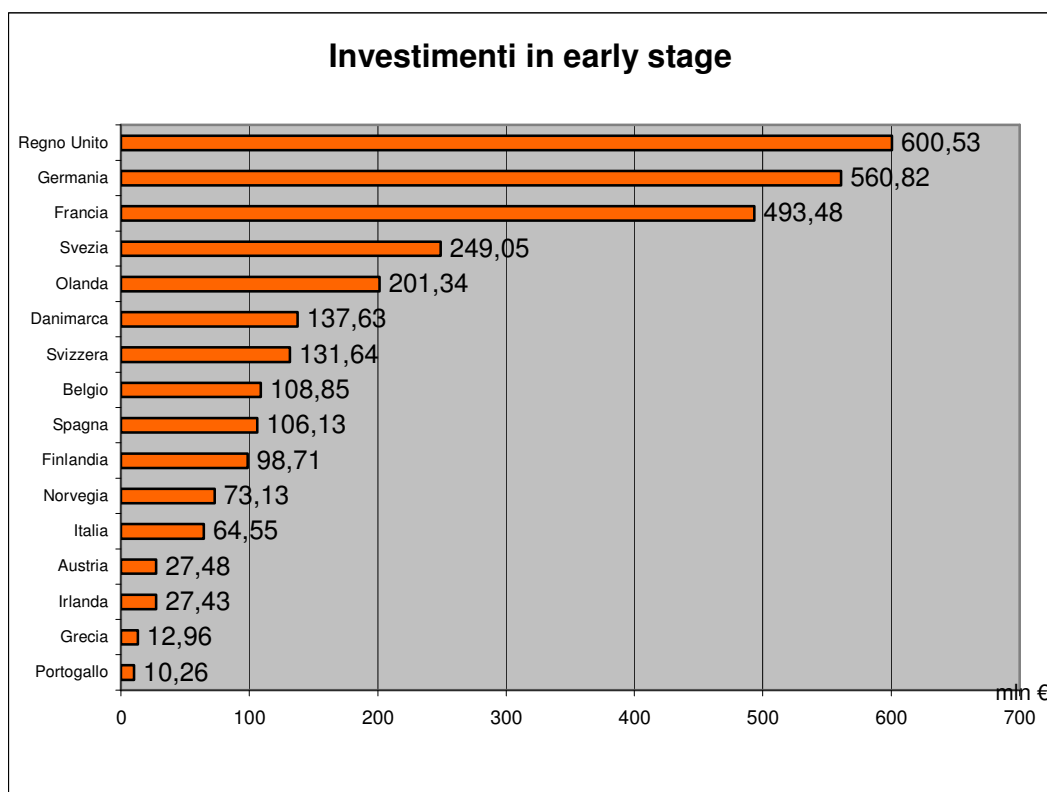


Figura 13: Investimenti in capitale di rischio nel segmento dell'early stage nei paesi europei

4.2.1. REGNO UNITO

Il Regno Unito è un caso di particolare interesse, in quanto rappresenta la realtà europea con il maggiore sviluppo di private equity e di venture capital.

Tale sviluppo risale agli anni ottanta ed ha ricevuto impulso dalle politiche liberiste intraprese dal governo Thatcher, volte a puntare sul ruolo dei mercati come ago della bilancia per la crescita dell'economia.

Per queste ragioni le indagini e gli studi effettuati nei primi anni 2000 da diversi studiosi hanno rilevato come la maggioranza delle PMI britanniche evidenzino pochi problemi nell'accesso ai finanziamenti.

Tuttavia, anche nel Regno Unito la presenza di fallimenti di mercato causa per una minoranza di imprese, soprattutto quelle di dimensioni minori e con potenziali di crescita accelerata, serie difficoltà nel raccogliere i fondi necessari al sostegno delle prime fasi di vita: queste imprese non riescono a sfruttare appieno il loro potenziale di crescita, con ricadute spesso negative sull'intero sviluppo economico della nazione.

A fronte della presenza di *equity gap*, dalla fine degli anni '90 sono state formulate diverse stime, in specie di tipo qualitativo, basate su interviste ad operatori economici del settore; i risultati emersi sono state presi a riferimento per definire gli interventi governativi necessari.

Studi successivi hanno nello specifico individuato situazioni di *equity gap* alternativamente collocabili tra:

- 250.000 e 1.5 milioni di sterline (Harding, 2002, indagine su 65 operatori di *venture capital* con importi medi di investimento ridotti, *business angels* e operatori di supporto agli imprenditori);
- 250.000 e 1 milione di sterline (Mason, e Harrison 2003, che proprio partendo da questi dati criticano la costituzioni di *Regional venture capital funds*, il cui investimento massimo è di 250.000 sterline).
- 250.000 e 1 milione di sterline, con differenze tra settori e fasi di sviluppo(H.M.Treasury - SBS 2003a).

L'ultimo studio di Harding e Bowling, condotto nel 2006 e che utilizza analisi qualitative e quantitative, ha sottolineato la presenza di *equity gap* tra 150.000 e 250.000 sterline per le imprese minori e tra 1,5 e 2 milioni di sterline per le imprese più grandi.

L'analisi dei dati ha inoltre permesso l'identificazione di un ulteriore *gap* per piccoli importi, tra 10.000 e 30.000 sterline, nella fase di espansione per imprese tra i diciotto ed i ventiquattro mesi di vita, soprattutto a causa di oneri regolamentari e fiscali.

Appunto sulla base di questi risultati sono state identificate le tipologie e le modalità di misure statali da intraprendere.

Gli schemi di intervento pubblico sono stati sviluppati in stretta collaborazione con lo *Small Business Service*, agenzia del *Department of Trade and Industry*, e *Her Majesty Treasury*; le misure intraprese riflettono un approccio governativo determinato ed articolato, riguardante sia il lato della domanda che quello

dell'offerta di fondi di venture capital, su base nazionale e regionale, in base ad una logica di collaborazione con i capitali privati.

Negli ultimi anni le caratteristiche in termini di imprese *target*, competenza regionale e soglie dimensionali di intervento fanno riferimento alle evidenze empiriche sull'esistenza e le dimensioni dell'*equity gap*, nonché a rapporti pubblici di analisi del problema. Il *gap* ha permesso di individuare segmenti del mercato che necessiterebbero di un ulteriore sviluppo del venture capital.

Le principali iniziative dal lato della domanda mirano soprattutto a colmare il *gap* culturale ed imprenditoriale, e ad incentivare l'imprenditorialità soprattutto in comunità svantaggiate geograficamente e socialmente.

Gli interventi governativi sul versante dell'offerta rispondono, invece, all'esigenza di migliorare le condizioni per lo sviluppo di un mercato privato del venture capital.

Oltre ad incentivi fiscali per investitori informali e a specifiche iniziative volte all'imprenditoria giovanile, sono state sviluppate iniziative finanziarie dirette a colmare l'*equity gap* in diversi ambiti, con la creazione di fondi di venture capital, a partecipazione differenziata da parte del governo.

Tali interventi sono tutti caratterizzati dall'affidamento della gestione ad operatori privati, tramite procedure di gare pubbliche.

Al fine di evitare un coinvolgimento diretto del governo e dei dipendenti pubblici, il parlamento britannico ha affidato la supervisione di tutti gli interventi pubblici promossi nel campo del private equity ad un'agenzia governativa indipendente costituita nel 2006, *Capital for Enterprise Board*, il cui staff è costituito da manager provenienti dal settore del private equity, assunti secondo criteri di professionalità e remunerati con schemi incentivanti, in relazione ai risultati ottenuti.

Attualmente i principali interventi diretti sono:

- *UK High Tech Fund*, fondo di fondi di venture capital a compartecipazione pubblico-privata che raccoglie in qualità di investitori privati le maggiori banche inglesi; sorto nel 2000, è focalizzato in interventi in imprese in *early stage*, soprattutto operanti nel comparto tecnologico;
- *Early growth Funds*, costituiti da sette fondi operativi, ciascuno con investimenti non superiori a £100.000 in business innovativi e ad elevata crescita;

- *Regional venture capital Funds* (RVCF), nove fondi operativi presenti in ciascuna regione del Paese per imprese *start-up* ed in *early stage*, con limite massimo di intervento di £250.000;
- *Enterprise Capital Funds* (ECF), istituiti nel 2005.

I RCVF, ma soprattutto gli ultimi nati ECF, fanno riferimento al modello delle SBIC statunitensi, sia dal punto di vista operativo che per quanto attiene gli schemi di incentivi adottati.

Gli EFC nascono, quindi, nel 2005 con l'obiettivo di colmare l'*equity gap* che sorge tra i 250.000 e 2 milioni di sterline per piccole e medie imprese ad elevato tasso di crescita.

La Commissione Europea ha poi successivamente richiesto di alzare il tetto a 3 milioni di sterline, compatibilmente con la disciplina degli aiuti di Stato.

L'intervento governativo consiste nel fornire finanziamenti a fondi privati, sul modello della SBA statunitense, con rapporto massimo di 2:1 rispetto all'apporto di capitali privati, seguendo lo schema *upside leverage scheme* delle SBIC, con ripartizione asimmetrica dei profitti per incentivare gli investitori privati.

Il costo dei finanziamenti governativi è in linea con il rendimento dei titoli di stato a dieci anni ed il rimborso con relativi interessi è prioritario rispetto al rimborso del capitale di rischio.

In caso di utile residuo, è prevista una quota di profitti destinata al partner pubblico sulla base dello schema di *profit sharing* adottato.

La costituzione dei fondi è soggetta a *round* annuali, con bandi pubblici che mirano ad attirare i migliori gestori privati: il primo del 2005 ed il secondo del novembre 2006 hanno impegnato fondi governativi per 50 milioni di sterline ciascuno, mentre il terzo round, del novembre 2007, ha impegnato 60 milioni di sterline.

Le richieste possono essere avanzate da operatori professionali autorizzati o da sindacati di *business angels*. Ogni *round* prevede l'ammontare delle commissioni di gestione e le condizioni di *profit sharing* per la parte pubblica, che garantiscono per il governo il pareggio del bilancio delle iniziative nel lungo termine.

Per quanto riguarda invece i *Regional venture capital Funds*, se da un lato l'istituzione di fondi a carattere regionale risponde alla propensione dei fondi di *venture capital* ad avere una presenza attiva nelle aziende in cui investono e quindi a preferire la prossimità geografica, dall'altro si rischia di non considerare

aspetti legati alla domanda di interventi di venture capital che alcune regioni possono esprimere anche in mancanza di un'organizzazione di fondi regionali.

Inoltre va considerato che tali fondi possono intervenire con investimenti massimi di 250.000 sterline, un limite non coerente con le evidenze dell'*equity gap* emerse dagli studi già citati, che individuerrebbero gli importi critici tra 250.000 e 1 milione di sterline. E' comunque previsto un secondo ciclo di investimenti con il medesimo limite, e questo ridimensionerebbe notevolmente le critiche mossegli.

Sul tema dell'intervento pubblico e sulle modalità con cui è condotto, si è sviluppato un dibattito vivace, poiché recentemente il National Audit Office ha rivolto critiche alle modalità di gestione degli schemi di intervento, in particolare rilevando un'eccessiva frammentazione degli interventi per le PMI, realizzati in capo a diverse agenzie governative, con frequenti cambiamenti di responsabilità tra le medesime, con il rischio di un impatto negativo per la scarsa coerenza del disegno complessivo.

Il National Audit Office fonda la sua critica sul fatto che quindici agenzie e dipartimenti gestiscono 265 programmi, a cui fanno teoricamente capo circa 3000 misure di supporto alle PMI.

Lo *Small Business Service* è stato inoltre criticato per carenze nella funzione di coordinamento, pur riconoscendo che fanno direttamente capo all'SBS interventi per un valore di 170 milioni di sterline su un totale di 2,6 miliardi.

L'esperienza del Regno Unito è interessante anche per l'attenzione che viene prestata agli investitori informali, ai *business angels*, nella convinzione che gli interventi per lo sviluppo del mercato del venture capital non possono comunque risolvere i problemi nel segmento della domanda di fondi.

4.2.2. FINLANDIA

In Finlandia per le giovani imprese innovative in fase di start up o di crescita l'accesso alle risorse è significativamente aumentato nell'ultima decade.

Ma nonostante il trend positivo di lungo termine, ci sono ostacoli rilevanti che continuano a persistere.

Ad inizio millennio il declino internazionale dei mercati finanziari seguente lo scoppio della bolla dot.com ha causato ingenti danni agli investitori tecnologici in Finlandia, situazione aggravata dalla presenza di sistemi ancora immaturi di venture capital.

E durante il ribasso economico degli anni 2002/2005 è stato particolarmente difficile promuovere ed incrementare i fondi privati di venture capital.

Imprese promettenti ma ai primi passi si sono così trovate estremamente vulnerabili alle negative oscillazioni del mercato.

È in quel momento cruciale che sono state istituite o perfezionate Tekes, Finnish Industry Investment Ltd., Finnvera, e Sitra, agenzie governative direttamente indirizzate a risolvere i problemi finanziari degli imprenditori secondo diverse funzioni e modalità d'opera.

Ciascuna agenzia ha aiutato a riempire il *financing gap* in cui inevitabilmente si trovavano ad incorrere le PMI finlandesi.

La politica pubblica attuata attraverso queste agenzie si è mostrata essenziale nel supportare molte nuove giovani imprese innovative ad emergere e nell'aiutare le già esistenti a sopravvivere durante gli ostili primi anni del XXI secolo.

Nel corso del 2004 è stata condotta un'indagine per TEKES, National Technology Agency, volta a verificare se le fluttuazioni del ciclo economico avessero effetti sul finanziamento delle start-up operanti in settori innovativi. Così, attraverso una serie di interviste rafforzate da analisi quantitative di dati di natura non pubblica, lo studio, avvalendosi anche di evidenze statistiche sull'evoluzione del comparto del venture capital, ha rilevato evidenze di un *equity gap* in Finlandia per le imprese nelle prime fasi di sviluppo (*seed*, *start-up* ed *early stage*), che richiedono finanziamenti tra €200.000 e €1 milione, gap ovviamente da ricollegarsi al ciclo negativo dei primi anni del 2000.

L'individuazione, anche se approssimativa, dell'*equity gap* ha fornito indicazioni ai policy makers nella definizione della tipologia e dell'ampiezza delle misure di intervento e di incentivi. Per questo si è a grandi linee stimato che nei prossimi cinque anni la Finlandia necessiterà di sviluppare ulteriormente il sistema di finanziamento delle piccole imprese innovative per far fronte alle attuali sfide e per assicurare la continuità dell'efficacia del sistema di finanziamento lungo le diverse fasi del ciclo economico.

Lo Stato finlandese si è inoltre posto come obiettivo strategico l'intento di fare della Finlandia uno dei mercati d'investimento più vivaci del mondo, per investire, creare e catturare il valore dalle giovani imprese innovative. Questo mercato dovrebbe essere gestito privatamente e fornire chiari incentivi per gli investitori professionali ad investire in queste imprese.

Per far ciò, il governo dovrebbe fornire chiari segnali di impegno nel rendere forte la crescita dell'imprenditorialità privata e assumerne i rischi; questa missione potrebbe essere attuata tramite incentivi fiscali da utilizzare per catalizzare l'attività imprenditoriale e l'investimento privato. Il tutto da attuarsi mantenendo un approccio aperto e globale e fornendo finanziamenti per tutte le risorse finanziarie e umane al fine di procurare vantaggi di lungo termine alla nazione nel suo complesso.

L'implementazione di questa strategia dovrebbe porre al centro il mercato.

Migliorare il coordinamento delle agenzie ed un più forte orientamento al cliente da parte della finanza pubblica devono costituire priorità e responsabilità primaria dello Stato, per creare le condizioni per un operato ottimale di mercati competitivi ed efficienti nel lungo termine.

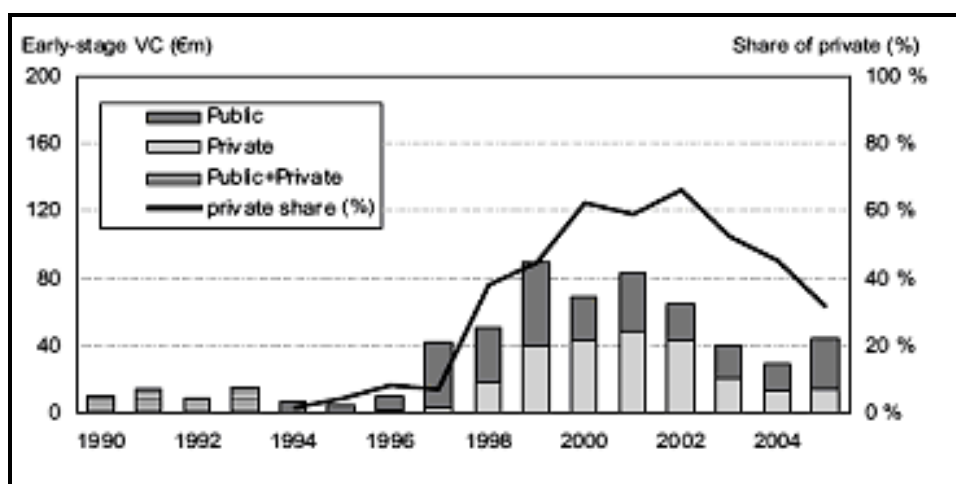


Figura 14: investimenti di venture capital in imprese in fase di seed e di start-up compiuti da investitori pubblici e privati⁴⁶

Tekes, l'agenzia finlandese di fondi per la tecnologia e l'innovazione è la maggiore organizzazione di finanziamento per giovani imprese innovative principalmente attive nel campo della R&S.

Il suo operare è essenzialmente simile all'attività svolta dalla Small Business Administration in seno al governo federale degli Stati Uniti.

Complessivamente, Tekes ha fornito nel solo 2005 € 429milioni di finanziamenti, di cui €250 milioni destinati a progetti sviluppati da società innovative e €179 milioni a progetti universitari ed istituzioni di ricerca, per un totale di oltre duemila progetti sovvenzionati. Ad ogni modo, alla fine dell'era del boom tecnologico la diminuita disponibilità di finanziamento privato ha limitato alquanto l'uso dei finanziamenti Tekes a causa del corrispondente obbligo di investire fondi propri per ottenere un finanziamento.

Per questo durante gli ultimi anni, Tekes ha esteso il suo ruolo dalla tecnologia all'innovazione, incluso il supporto crescente alla commercializzazione.

Nel 2004 ha costituito uno strumento di finanziamento espressamente volto alle start-up, il quale aiuta la copertura dei costi necessari fino ad un massimo dell'80%. Inoltre l'agenzia ha finanziato il TULI Program, che prevede uno stanziamento massimo di €10 miliardi di sovvenzioni per acquistare servizi professionali per la commercializzazione dell'attività di ricerca, ed il LIKSA Program, €20 miliardi di sovvenzioni dalla Tekes, con l'aggiunta di €20 miliardi di prestiti convertibili dall'agenzia Sitra, per ottenere assistenza allo sviluppo del business plan e migliorare la prontezza degli investimenti. Altri programmi organizzati e gestiti dall'agenzia statale sono poi il VARA program, fondi per la preparazione del business plan, e KAUPPI, per lo sviluppo di centri d'innovazione nelle università al fine di aiutare la commercializzazione dei risultati di un gruppo di ricerca.

Nel 2006, Tekes ha previsto l'istituzione del KEPARA Funding per offrire alle PMI finlandesi servizi di consulenza ed assistenza tecnica e manageriale.

Per innumerevoli ragioni, tra cui l'esigenza di ridurre la frammentazione del suo portafoglio di investimenti ed implementare la customer orientation, la necessità di aumentare il sostegno offerto alle giovani imprese innovative, ed il nuovo quadro di condizioni derivanti dalla nuova legislazione UE, Tekes sta attualmente sviluppando il proprio portafoglio in modo significativo.

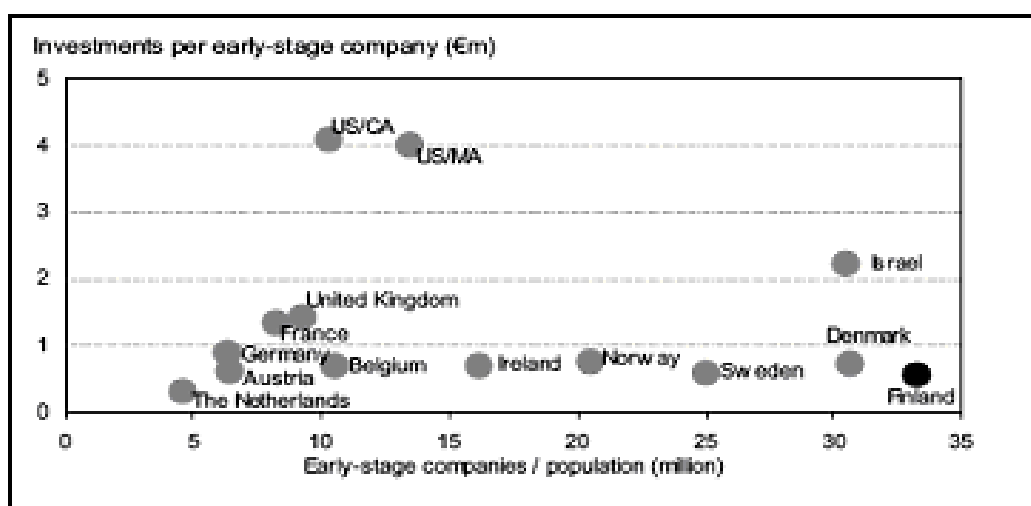


Figura 15: numero medio di imprese in early stage con finanziamenti di venture capital e taglia degli investimenti per Stati e regioni⁴⁷

⁴⁷ Fonte: "Public Financing of Young Innovative Companies in Finland", pubblicato dal Ministry of Trade and Industry, (2007)

Il 2007 ha rappresentato un anno di transizione durante il quale alcuni strumenti finanziari sono stati aboliti nella loro forma tradizionale nella previsione di introdurre nuovi strumenti idonei alle mutate condizioni finanziarie.

Nella sostanza l'operato dell'agenzia Tekes è analogo a quello svolto dalla SBA, prevedendo una compartecipazione pubblico-privata a sostegno di giovani imprenditori e piccole imprese innovative in fase di start up.

4.2.3. FRANCIA

In Francia, i primi provvedimenti volti a promuovere e valorizzare l'innovazione e lo sviluppo delle piccole imprese risalgono agli anni sessanta.

L'attenzione crescente alle PMI ha portato già nei primi anni '80 alla definizione di un'idonea cornice legale, fiscale ed istituzionale atta a promuovere finanziamenti con capitale di rischio per le piccole imprese, con crescente attenzione a quelle innovative.

Tra i principali provvedimenti da annoverarsi, oltre la creazione nel 1983 del *Second Marché*, mercato in cui sono quotate le PMI, l'istituzione dei *Fonds Communs de Placement à Risque* (FCPR), fondi comuni di venture capital, di SOFARIS, agenzia sorta nel 1982 per prestare garanzie a fronte di prestiti ed interventi a titolo di capitale di rischio da parte di intermediari finanziari per le PMI, e della *Sociétés de Capital à Risque* (SCR), società di venture capital.

Malgrado l'impatto positivo che queste misure registrarono nell'economia francese, solo nella metà degli anni novanta si ebbe un incisivo sviluppo degli interventi di venture capital, soprattutto per le start up; ciò fu accompagnato dall'elaborazione di ulteriori misure al fine di rendere più aderente il contesto giuridico, fiscale ed istituzionale alla realtà delle piccole imprese innovative e delle iniziative imprenditoriali, con interventi diretti e indiretti, sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta del capitale di rischio.

Sulla scia creata da questo orientamento, nel 1997 furono costituiti i *Fonds Communs de Placement Innovation* (FCPI), fondi che permettono ad investitori privati di godere di incentivi fiscali purché investano almeno il 60% del capitale in imprese innovative francesi non quotate.

Nel '98 si affiancarono ai FCPI i *Fonds Publics pour le Capital Risqué*, FPCR, che prevedono l'intervento diretto di capitali pubblici in fondi di venture capital, in una logica di partnership pubblico-privata.

Dal lato dell'offerta, ruolo preminente è svolto da *Caisse de Dépôts et Consignations*, CDC, intermediario finanziario pubblico che interviene sia in modo diretto nel comparto del venture capital, sia nell'ambito di schemi di intervento pubblico.

Allo scopo di promuovere iniziative volte a favorire lo sviluppo di fondi di venture capital dedicati a giovani imprese con alto potenziale di crescita e ad alta tecnologia, la Caisse de Dépôts et Consignations ha creato la *CDC Entreprises*, posseduta al 100% dalla stessa CDC. Si tratta di una società che gestisce tra gli altri i FPCR, fondi di fondi ispirati all'esperienza statunitense delle SBIC ed israeliana di Yozma, con l'obiettivo di investire in fondi di venture capital per imprese innovative, in particolare per le fasi di start-up, nella logica del *risk sharing* pubblico-privato.

Tale obiettivo viene perseguito attraverso diversi strumenti d'intervento, tra i quali spiccano:

- *Programme pour le Capital Amorcage*: dal 1998 CDC Entreprises partecipa alla costituzione di fondi cosiddetti d'avviamento. Il portafoglio di questi fondi è costituito da imprese tecnologiche ad alto potenziale di crescita, che sono state finanziate, su base regionale e nazionale, sin dalla nascita;
- *Fonds Public* (FP): creato nel maggio 1998 dall'Amministrazione pubblica francese, che ne ha affidato la gestione alla Caisse des Dépôts, il programma dei Fonds Public pour le Capital Risque ha l'obiettivo di contribuire ad aumentare l'offerta di capitali di rischio a beneficio delle giovani imprese investendo, anche con capitali privati, in fondi comuni d'investimento gestiti da un gruppo di specialisti;
- *Fonds BEI*: la Banca Europea degli Investimenti (BEI) ha deciso nel dicembre 1998 di creare il Fonds BEI per il capitale di rischio. Questo fondo investe in parallelo con il Fonds Public ed è gestito dal medesimo team;
- *Fonds de Promotion pour le Capital Risqué* (FPCR): dato il successo del Fonds Public e del Fonds BEI, l'Amministrazione, la BEI e la Caisse des Dépôts hanno deciso, nel luglio del 2000, di prolungare le iniziative di

sostegno al venture capital francese creando il Fonds de Promotion pour le Capital Risqué. Anche questo fondo, alla pari del Fonds Public e del Fonds BEI, è gestito da CDC Entreprises.

Lo schema seguito prevede la compartecipazione agli investimenti di capitali privati per almeno il 50%, con parità di trattamento rispetto ai fondi pubblici.

Dal lato pubblico, i finanziamenti provengono da: CDC, Governo francese e Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI).

Tra il 2000 e il settembre 2005 sono stati effettuati investimenti in undici fondi che a loro volta hanno investito in 83 imprese.

Malgrado originariamente l'obiettivo del programma fosse la promozione dello sviluppo di nuove imprese, nella realtà gli investimenti si sono indirizzati per oltre la metà verso società già esistenti ed in via di affermazione.

Ad oggi, CDC Entreprises gestisce asset per € 3,8miliardi in svariati settori ed attività correlate al capitale di rischio.

4.3. ITALIA: IL <<FONDO NEXT>>

La presentazione delle *best practices* internazionali evidenzia non pochi interrogativi sulle potenzialità inesprese dell'economia italiana, sulle opportunità imprenditoriali e settoriali non sfruttate dal sistema economico e finanziario.

L'unica realtà di fondi di fondi a compartecipazione pubblico-privata esistente da più di cinque anni in Italia è il *Fondo Next* di Finlombarda, primo fondo misto italiano di venture capital.

Si tratta di un fondo operativamente amministrato da Finlombarda Gestioni Sgr s.p.a., società di gestione del risparmio autorizzata nel 2001 dalla Banca d'Italia ad istituire promuovere e gestire fondi mobiliari chiusi.

Il progetto in questione è stato sviluppato dalla Regione Lombardia, che intraprende questa strada secondo uno schema territorialmente e settorialmente focalizzato.

Da qui è nato un monito colto da altre realtà regionali ed in parte anche dall'Amministrazione centrale affinché sia valorizzato questo tipo di approccio e di strumento.

Il fondo *Next* è, per l'appunto, il primo fondo italiano di fondi mobiliari chiusi, a carattere pubblico-privato, riservato ad investitori istituzionali, con una dimensione attuale di quasi €40 milioni, è dedicato esclusivamente allo sviluppo dell'industria del venture capital per aziende che operano nei settori dell'alta tecnologia.

Il progetto di Finlombarda si inserisce nell'ambito di una strategia che ha l'obiettivo, attraverso un network fatto di rapporti con le istituzioni pubbliche, le infrastrutture scientifiche e di ricerca e con i più attivi operatori economici in settori fortemente innovativi, di fare della Lombardia uno dei principali mercati del venture capital in Europa.

Soggetto chiave è proprio la Regione, che ha costituito, con l'art.6 comma 11 della legge regionale n. 25 del 2000, un fondo di garanzia di ammontare pari a €20 milioni per l'abbattimento parziale delle eventuali perdite in conto capitale relativamente alle quote del fondo di fondi sottoscritte dagli investitori, fino ad un terzo del valore del capitale complessivamente investito.

I gestori del fondo hanno ipotizzato un rendimento netto per gli investitori del *Fondo Next* compreso tra il 10% e il 20%.

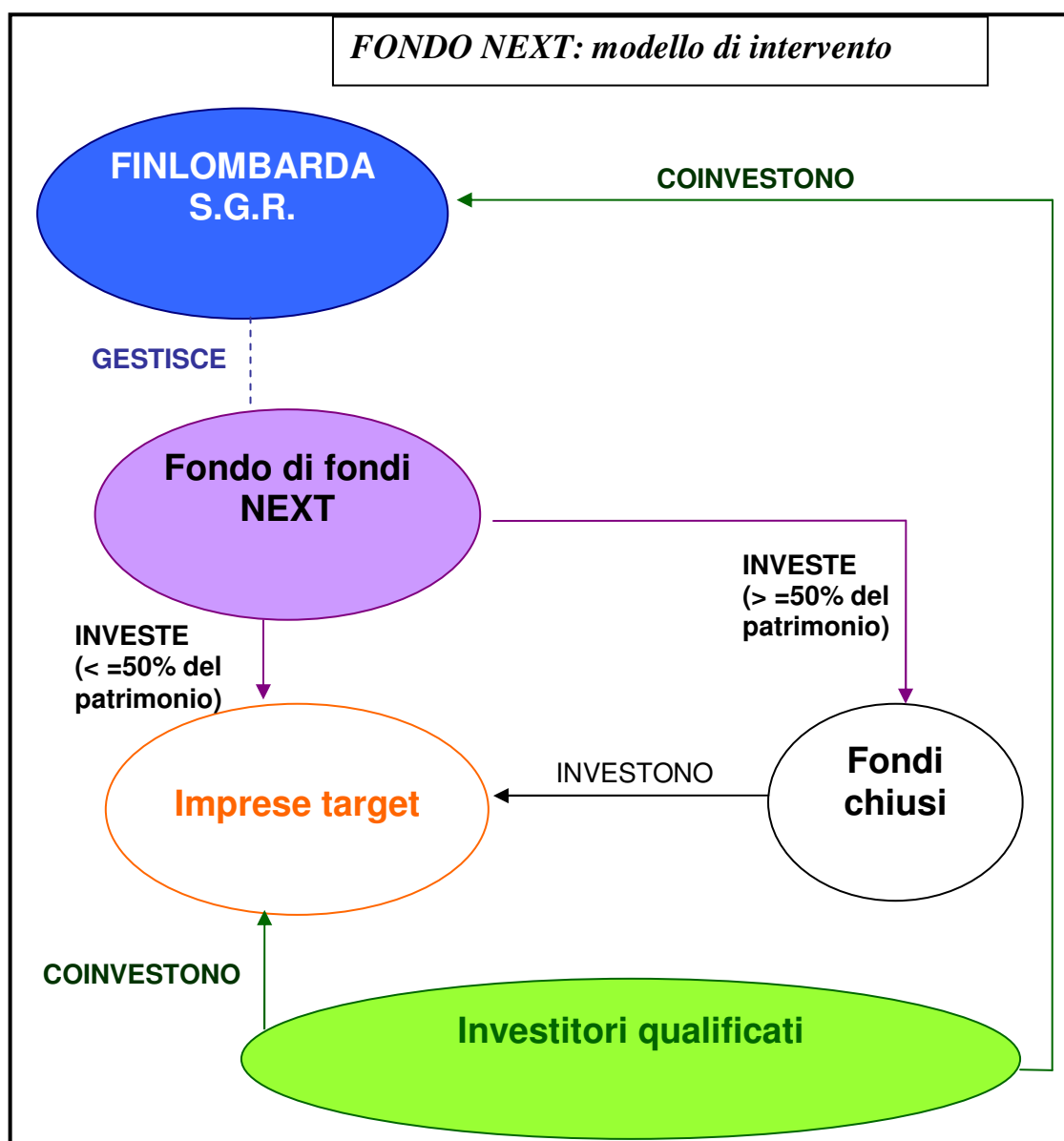
Next si caratterizza per essere sia un fondo di fondi sia un *co-investment fund*; quindi investe in altri fondi chiusi di venture capital, almeno per il 50% del suo patrimonio, sottoscrivendone le relative quote, oppure coinveste direttamente in imprese in concerto con altri operatori qualificati.

Al momento attuale nel portafoglio del fondo sono presenti cinque fondi, tra cui Innogest Capital, Principia Fund e TLcom. La finanziaria della Regione Lombardia ha inoltre annunciato la valutazione di un'iniziativa sul fronte delle energie rinnovabili.

Per la gestione di *Next*, il Consiglio di Amministrazione di Finlombarda Gestioni Sgr si avvale di un Comitato di Investimento composto da soggetti qualificati dotati di requisiti di professionalità e di un track record significativo.

Finlombarda Gestioni Sgr, inoltre, ha istituito un Advisory Board competente che si impegna a fornire un proprio parere su eventuali conflitti di interesse e politiche di investimento.

Il *Fondo Next*, istituito con una durata prevista di quattordici anni e con un processo d'investimento medio di circa cinque anni, ha l'obiettivo di finanziare imprese attive nell'area regionale.



48

L'attività di investimento deve ad ogni modo essere limitata a favore delle PMI in *early stage* operanti in specifici settori target: biotecnologie, elettronica, meccanica, elettromeccanica, tessile, chimica, disegno industriale, nuovi materiali, tecnologie dell'informazione e della comunicazione, tecnologie ambientali, tecnologie robotiche, intelligenza artificiale e isole robotizzate, tecnologie industriali nei trasporti a low-zero emission.

È previsto nell'atto costitutivo del *Fondo Next* che l'investimento in una singola impresa tecnologica start-up non supero comunque i €500 mila⁴⁹.

All'esperienza del *Fondo Next* della Regione Lombardia hanno guardato altre regioni, che nei loro documenti di pianificazione strategica hanno stabilito la realizzazione di progetti di finanza innovativa a sostegno delle nuove imprese,

⁴⁸ Fonte: Finlombarda, Finanza e Innovazione, "Quaderno 4"

⁴⁹ Finlombarda, Finanza e Innovazione, "Quaderno 4"

come più ampiamente descritto nel prossimo capitolo, anche se ad oggi molti di questi progetti risultano ancora lontani dalla realizzazione.

In Italia, però, a differenza di altre realtà estere, mancano ad oggi efficaci interventi a livello di governo centrale che possano supportare la creazione di tali fondi; aspetti chiave per l'implementazione dei fondi misti possono senz'altro considerarsi la capacità di coinvolgimento dei finanziatori privati, quindi, in altri termini il livello di funzionamento della leva pubblica.

Per questo pare necessaria un'azione strutturata in cui l'intervento dei diversi attori pubblici e privati sia coordinato e dove si attui un sistema di governance tale da rendere efficace il contributo di tutti.

Capitolo 5

5.1. IL MODELLO DELLO SBIC PROGRAM: COSA RESTA OGGI?

L'incidenza dello Small Business Investment Companies Program sull'economia statunitense è stato affatto costante nel corso degli anni. Dal 1958 all'inizio degli anni '90 il programma ha portato buoni risultati, sia in termini di imprese nascenti che di profitti, con un impatto altamente positivo per l'economia nazionale.

Contestualmente alla crescita e al consolidamento del mercato del capitale di rischio, si sono andati sviluppando nuovi strumenti finanziari, tra cui spiccano l'operare dei business angels ed il venture capital.

L'evoluzione e l'affermazione di quest'ultimo negli Stati Uniti d'America ha seguito un percorso più lungo ed articolato che non nella maggior parte delle economie internazionali. Sorto come New Markets Venture Capital Program nel 1958, nell'ambito dello stesso Small Business Investment Act che aveva sancito la nascita delle SBICs, questa nuova forma di investimento promossa dalla Small Business Administration era basata, sempre in un'ottica di partnership pubblico-privata, sulla concessione di finanziamenti federali in un rapporto di 1:1 con investimenti privati (quindi nettamente inferiore al rapporto 3:1 previsto per le SBICs) a società specializzate nel sovvenzionare l'operato di imprese minori operanti in aree rurali o urbane disagiate, allo scopo di permetterne lo sviluppo e di sostenere l'iniziativa economica degli abitanti, altrimenti privi di mezzi. Pur operante da cinquant'anni, i risultati migliori del programma si sono registrati solo nello scorso decennio; ma il contributo centrale è ravvisabile nella funzione di avvio di un vero mercato del venture capital cui gli imprenditori statunitensi hanno imparato lentamente a guardare con fiducia.

Dagli anni '80 ha infatti iniziato ad affermarsi il mercato del venture capital tradizionalmente inteso, a gestione e fondi privati, che ad oggi rappresenta una realtà importante nel contesto economico nordamericano.

Alla crescente affermazione di questo settore della finanza ha però fatto sfondo un lento declino dello SBIC Program, culminato nell'anno fiscale 1991, quando quasi il 15% del totale delle SBICs operanti fallirono.

Davanti una siffatta situazione la SBA promosse il nuovo strumento delle participating securities ed aumentò a \$ 90milioni il tetto massimo di leverage cui le small business investment companies potevano accedere. Questo ha portato ad una situazione di sostanziale miglioramento dei rendimenti del programma, fino al 2002, anno in cui si sono registrati i risultati migliori degli ultimi tre decenni.

Pur non avendo più l'importanza cruciale che aveva dimostrato avere nei suoi primi trent'anni di attività, lo SBIC Program resta tuttavia un punto di riferimento per le PMI statunitensi anche nell'epoca del Presidente Obama, sotto la cui amministrazione è stata difatti avviata già nel febbraio 2009 una serie di modifiche e riforme per provvedere ai limiti ed alle contraddizioni inevitabilmente sorte in a fronte di un'economia in continua evoluzione e fortemente provata dalle crisi degli ultimi anni.

Indubbiamente ciò che contraddistingue le SBICs è il ruolo protagonista svolto dall'Amministrazione Pubblica, che ha permesso di avviare e mantenere negli anni una politica di sostegno, a livello federale e con correlate ramificazioni statali, in grado di far scaturire effetti positivi su tutto il sistema economico.

Ed è guardando al modello americano, in particolare all'operato della Small Business Administration, che l'Unione Europea si sta ad oggi muovendo. Primo passo: l'emanazione dello “Small Business Act”.

5.2.L'UNIONE EUROPEA

Fino a pochi anni fa la Commissione Europea incentrava il suo operare a favore dello small business nel promuoverne e facilitarne l'accesso ai mercati, lasciando alla competenza degli stati membri l'attuazione di politiche a favore delle PMI. Unica vera attenzione a livello comunitario era rivolta all'arginare le conseguenze negative in termini di oneri amministrativi eventualmente derivanti da regolamentazioni europee, conseguenze tenute sotto controllo tramite schede di valutazione, le cosiddette *fiches d'impact*.

In materia di finanziamento con capitale di rischio, la Commissione Europea ha recentemente promosso uno studio per confrontare la situazione economica comunitaria e quella degli Stati Uniti d'America. Dalle ricerche effettuate è emerso che il rendimento degli investimenti in capitale di rischio effettuati negli USA è nettamente superiore a quello registrato in Europa; al contempo è però

emerso che gli investimenti effettuati in fasi successive a quella di start-up e le operazioni di riacquisto risultano più redditizie in Europa.

In base a ciò ed ai risultati del vertice sul capitale di rischio tenutosi a Londra nel 2005, l'UE ha diffuso una Comunicazione⁵⁰, nota come <<Finanziare la crescita delle PMI – Promuovere il valore aggiunto europeo>>, nel quale è posto come obiettivo da perseguire la triplicazione del *seed capital*, cioè del volume finanziario per le imprese in fase di start-up.

Nel corso del vertice di Londra sono stati inoltre individuati i campi in cui agire in via prioritaria: è stata evidenziata la necessità di favorire l'investimento formale, operato dai business angels, e di organizzare e professionalizzare l'organizzazione dei fondi di capitale di rischio, che dovrebbero esser posti in una più stretta relazione con le fonti d'innovazione; l'Unione Europea deve inoltre attuare politiche idonee a superare la frammentazione del mercato dei capitali di rischio, mentre i governi devono incentivare gli imprenditori a sviluppare una cultura volta alla crescita e all'innovazione, ricompensando gli eventuali successi tramite l'attuazione di adeguate politiche.

Dunque la strategia promossa dall'Europa mira ad invitare gli interventi pubblici a sostegno del finanziamento delle piccole e medie imprese, con l'espressa raccomandazione di una maggiore neutralità delle imposte rispetto ai diversi metodi di finanziamento, così da facilitare la costituzione di fondi propri, e ad aumentare la professionalizzazione degli investimenti in capitale di rischio, grazie soprattutto al contributo del FEI, il Fondo Europeo per gli Investimenti.

Fondato nel 1994 al preciso scopo di sostenere lo small business, ruolo principale del FEI è quello di fornire capitali di rischio alle piccole e medie imprese, con particolare attenzione a quelle in fase di start-up, non tramite investimenti diretti ma attraverso banche o altri intermediari finanziari, servendosi dei propri fondi o di quelli a sua volta concessigli dalla Banca Europea degli Investimenti o dall'Unione Europea; inoltre il FEI svolge ruolo di garante a copertura dei prestiti delle piccole imprese nei confronti delle istituzioni finanziarie.

Assieme alla BEI, la Banca Europea per gli Investimenti, che ne rappresenta l'azionista di maggioranza, il FEI costituisce il “Gruppo BEI”.

Gli strumenti di capitale di rischio a disposizione del Fondo Europeo degli Investimenti consistono in partecipazioni azionarie in fondi di capitale di rischio

⁵⁰ Comunicazione del 29 giugno 2006 (COM (2006) 349)

che supportano le PMI, in particolare a favore di imprese operanti in settori tecnologici o altamente innovativi.

A supporto del suo operato il FEI ha risorse significative, con un portafoglio attuale di € 4,4 miliardi investiti in 299 fondi di capitale di rischio e l'obiettivo dichiarato di aumentare notevolmente queste cifre nei prossimi anni.

L'attività in materia di capitale di rischio del FEI è avvallata dalle risorse che gli pervengono dai suoi principali shareholders, tra cui il principale è, come già citato, il Gruppo BEI.

La Banca Europea degli Investimenti rappresenta il cuore del Gruppo; fondata nel 1958 con il Trattato di Roma, è l'istituto di credito dell'Unione Europea, operante nell'ambito della comunità ed in circa altri centoquaranta paesi con cui l'UE ha concluso accordi di cooperazione. La sua attività si estrinseca nella concessione di prestiti sia al settore pubblico che a quello privato al fine di finanziare progetti che risultino di interesse europeo, con particolare attenzione ai temi della coesione e convergenza delle regioni dell'Unione Europea, al sostegno delle PMI, all'ambiente, alla ricerca e sviluppo, all'innovazione, ai trasporti ed all'energia.

Intervento del FEI negli Stati membri			
Stato	N° interventi	Settore di intervento	Ammontare
Italia	19	generale	€ 279.163.334
Germania	25	ICT and life sciences	€ 343.012.624
Francia	30	ICT	€ 436.228.740
Spagna	22	generale	€ 247.761.992
Regno Unito	43	generale	€ 418.751.442
Belgio	8	ICT	€ 43.784.656
Europa dell'Est	12	generale	€ 231.308.333 ⁵¹

Per quanto in particolare attiene al settore dello small business, il Gruppo BEI ha creato una nuova tipologia di prestiti per le PMI, disponibili dall'ottobre del 2008 attraverso le banche commerciali, che si presentano più flessibili, semplici e trasparenti, cercando in questo modo di raggiungere un numero maggiore di piccole imprese comunitarie. Nel totale si prevede che € 30miliardi saranno messi a disposizione delle piccole e medie imprese dei ventisette stati membri entro il 2011, aiutandole anche a far fronte all'attuale crisi finanziaria; in particolare è previsto che la metà di tale cifra sarà allocata già entro la fine del 2009.

Altro principale shareholder del FEI è poi la Commissione Europea, che lo finanzia tramite due programmi, il GIF1, specializzato in imprese in fase di *seed* e start-up, ed il GIF2, volto piuttosto al finanziamento di PMI con un alto potenziale

⁵¹ Dati elaborati da "European Investment Fund_Equity", relativi al periodo intercorrente tra l'inizio dell'attiva del FEI (1994) e la fine dell'aprile 2009.

di crescita nelle fasi di espansione; si tratta di progetti rientrati nel mandato dell’ “High Growth and Innovative SME Facility”, a sua volta facente parte del “Competitiveness and Innovation Framework Programme 2007-2013”.

Ulteriori risorse sono poi a disposizione del Fondo Europeo degli Investimenti tramite i mandati del EIF Dachfonds, che il FEI gestisce in nome del Ministero tedesco Federale dell’Economia e della Tecnologia (il BMWi) e dell’European Recovery Program; del NEOTEC, una joint venture tra il FEI ed un ente governativo spagnolo; del Dahlia, un fondo di fondi europeo supportato in via congiunta dal FEI e Natixis Private Equity, società francese operante nel mercato del capitale di rischio; del LfA Forderbank Bayern, fondo di fondi da € 50milioni per investimenti in fondi di venture capital a supporto di società in fase di espansione o operanti in settori tecnologici nella regione della Baviera.

Il Fondo Europeo per gli Investimenti è ad oggi attivo in numerosi progetti di venture capital volti al finanziamento delle piccole e medie imprese nei campi dell’innovazione, della ricerca e dello sviluppo, svolgendo un ruolo importante nelle nuove aree geografiche e nei settori emergenti.

In particolare, il coinvolgimento del FEI sta svolgendo un ruolo cruciale in due paesi, il Portogallo e la Turchia, dove il venture capital si presenta ad oggi un segmento in via di sviluppo.

Il Portugal Venture Capital Iniziative (PVCi) è un fondo di fondi costituito dalla FEI in collaborazione con associazioni finanziarie private, organismi pubblici e fondazioni che ha lo scopo di investire in fondi di venture capital o private equity portoghesi o internazionali che esercitino la loro attività in Portogallo.

L’Istanbul Venture Capital Iniziative (IVCi), invece, è un fondo di fondi pienamente operante dal 2008 il cui scopo è promuovere lo sviluppo del capitale di rischio in Turchia.

In termini generali, il Fondo Europeo per gli investimenti è un fondo di fondi specializzato, totalmente orientato ad investimenti in nuovi fondi.

Ai fini della nostra analisi i progetti più interessanti da analizzare risultano il NEOTEC ed il Dahlia.

Il NEOTEC è un nuovo tipo di fondo di fondi creato nel 2005 dal Centro per lo Sviluppo dell’Industria Tecnologica, ente pubblico economico interno al Ministero spagnolo dell’Industria, del Turismo e del Commercio, cui il FEI collabora con la presenza di un team di specialisti fisso a Madrid. Gli investimenti del Fondo Europeo rappresentano oltre il 25% del totale del fondo, di per sé pari a

€ 183 milioni. Il programma ha spinto gli investitori sia del settore pubblico che privato ad incrementare gli investimenti nelle PMI spagnole che promuovono innovazione, sviluppo e ricerca. Simile ad iniziative sorte in altri stati membri, la partnership su cui si fonda il NEOTEC ha portato ad un effetto leva delle risorse del FEI garantendo un approccio coordinato tra il FEI, gli organismi pubblici nazionali ed il settore privato, permettendo d'altro canto agli investitori spagnoli pubblici e privati di fruire del know how del FEI nella gestione dei fondi di fondi. Caso pan-europeo è invece quello del Dahlia, fondo di fondi finanziato dal Fondo Europeo e dal fondo francese di private equity NPE, Natixis Private Equity.

Il FEI ha fornito al fondo Dahlia € 75milioni e la NPE € 255milioni in base ad un rapporto di 1:3, così che il fondo a metà del 2006 ammontava a € 300milioni. Il fondo Dahlia associa investimenti primari e secondari, puntando sulle forze rispettive delle due organizzazioni sui due segmenti di mercato in questione.

Alla fine del 2007 il fondo impegnava € 120milioni, di cui € 38milioni da operazioni secondari e € 1milione da coinvestimenti.

Dahlia si distingue per non essere vincolato al paese di provenienza della società operante in collaborazione al FEI; pur restando un attore economico centrale nel panorama francese, Natixis Private Equity svolge il ruolo di operatore di riferimento in molti paesi comunitari, tra i quali anche l'Italia.

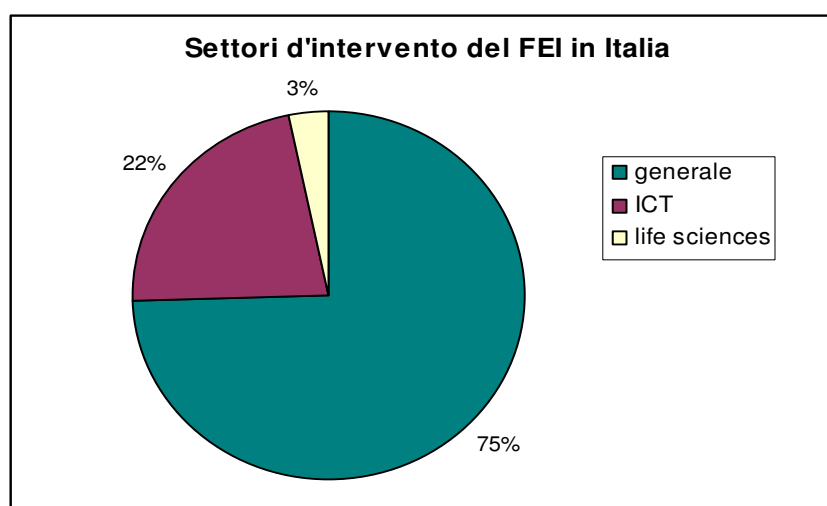


Figura 16: Ripartizione per settori d'attività dell'operato del Fondo Europeo degli Investimenti in Italia⁵²

A livello europeo le iniziative intraprese a sostegno dello small business in un'ottica di partenariato pubblico-privato sono quindi numerose e di diversa entità, ed hanno portato negli anni più recenti a risultati importanti.

⁵² Dati elaborate dal "European Investment Fund_Equity_List of EIF's venture capital operations"; i dati sono relativi al periodo 1995- aprile 2009

Ma la necessità di promuovere lo sviluppo di un segmento quale quello delle piccole e medie imprese, che rappresenta ad oggi il 99% del totale dei business europei delineandosi come il vero motore della sistema economico, si fa sempre più pressante. Per questo motivo nel giugno del 2008 la Comunità Europea ha emanato lo "Small Business Act for Europe"⁵³, orientato al "Think Small First" secondo una logica per cui le piccole imprese rappresentano tutti e le grandi imprese non sono che eccezioni delle prime; per cui va posta in essere una regolamentazione che sostenga le piccole imprese cui applicare eccezioni adeguate a non danneggiare le grandi.

Lo standard di riferimento per la definizione di una piccola impresa europea differisce sensibilmente da quello statunitense: i ventitre milioni di PMI europee sono società economicamente indipendenti che contano meno di duecentocinquanta impiegati e che hanno un volume di affari annuale inferiore ai € 50milioni.

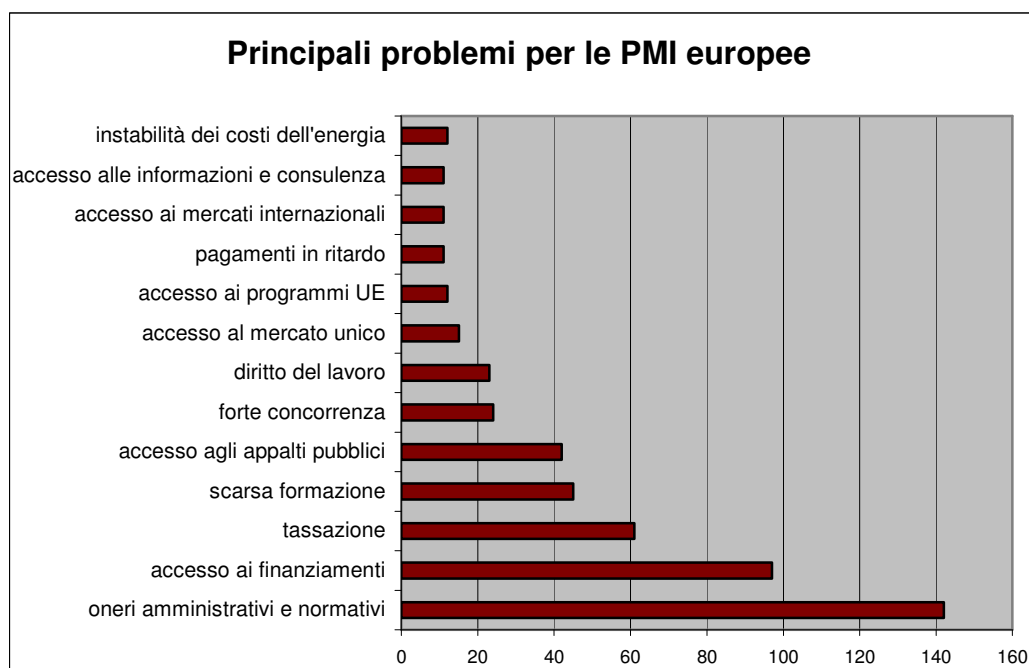


Figura 17: Individuazione dei problemi che le piccole imprese europee si trovano ad affrontare⁵⁴

L'atto del 2008 riflette, dunque, l'intenzione politica della Commissione Europea di riconoscere un ruolo pregnante alle piccole imprese, con l'intento preciso di

⁵³ "Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. A "Small Business Act for Europe" {Sec.(2008)2101}{Sec.(2008)2102} ", Brussels 19/06/2008, COM (2008) 394

⁵⁴ Dati elaborate da "Small Business Act for Europe. Report on the results of the open consultation" (22/04/2008)

aiutarle nel superamento degli ostacoli che si trovano a fronteggiare, soprattutto per la presenza di un importante equity gap.

La normativa, riconoscendo la profonda diversità delle PMI europee che si trovano ad operare in peculiari contesti nazionali e locali, sancisce la necessità di riconoscere tali diversità nel rispetto del principio di sussidiarietà. Una regolamentazione, quindi, che si pone a livello comunitario pronta però ad articolarsi diversamente nelle specifiche realtà sociali ed economiche dei singoli stati membri.

Lo “Small Business Act for Europe” consta dieci principi cardine che devono guidare il concepimento e l’implementazione delle politiche a livello nazionale, in modo da creare in tutta l’Europa un ambiente favorevole e promuovere un contesto amministrativo e legale che consenta loro di estrinsecare il proprio potenziale, così da generare posti di lavoro e crescita. Tali principi sono:

- creare un ambiente nel quale gli imprenditori ed i business familiari possano prosperare e l’iniziativa imprenditoriale sia premiata;
- assicurare che gli imprenditori onesti che siano precedentemente incorsi in bancarotta abbiano una seconda possibilità;
- stabilire regolamentazioni in accordo al principio del “Think Small First”;
- formare un’Amministrazione Pubblica sensibile alle necessità delle Piccole e Medie Imprese;
- adattare le disposizioni della politica pubblica alle esigenze delle PMI: agevolarne la partecipazione agli approvigionamenti pubblici e migliorare l’uso degli aiuti di stato per le piccole e medie imprese;
- facilitare l’accesso delle PMI ai finanziamenti e sviluppare un ambiente legale e di lavoro che sia di incentivo a pagamenti puntuali nelle transazioni commerciali;
- aiutare le PMI a trarre maggior vantaggio dalle opportunità offerte dal mercato;
- promuovere la riqualificazione delle capacità nelle PMI e tutte le forme di innovazione;
- rendere capaci le piccole e medie imprese di trasformare le sfide postegli dall’ambiente circostante in opportunità;
- incoraggiare e supportare le PMI a trarre beneficio dallo sviluppo dei mercati.

Sono inoltre previste quattro proposte legislative da attuare negli stati membri che traducano i principi in azioni concrete, oltre a misure volte alla promozione di iniziative imprenditoriali ed alla formazione di figure manageriali competenti, grazie a programmi quali la “European SME Week”, manifestazione tenutasi per la prima volta nel maggio del 2009 in numerose città europee durante la quale imprenditori e non hanno avuto la possibilità di conoscere le nuove frontiere dello small business e confrontarsi con un network di attori operanti nel medesimo settore, e l’ “Erasmus for Young Entrepreneurs”, iniziativa lanciata nel 2008 allo scopo di formare figure professionali in grado di rapportarsi ai mercati internazionali e di imparare dalle best practices di altri paesi dell’UE.

A differenza dello Small Business Investment Act statunitense, lo SBA for Europe non prevede quote fisse dei contratti di approvigionamento pubblico per le PMI; gli economisti hanno ritenuto che l’imposizione di quote fisse potesse portare a distorsioni del mercato, e per questo si è preferito agire in modo da porre tutti ad un livello paritario riducendo la taglia dei contratti pubblici, cercando di assicurare un sufficiente accesso alle informazioni e di diminuire gli oneri amministrativi delle gare per favorire l’accesso delle PMI agli appalti pubblici.

Lo SBA for Europe prevede inoltre che il Consiglio Europeo si assuma l’obbligo di monitorare regolarmente la Commissione Europea ed i singoli Stati membri al fine di assicurare il rispetto dell’agenda politica europea.

In particolare, per facilitare l’accesso alla finanza per le piccole e medie imprese si è previsto che il Gruppo BEI aumenti la gamma di prodotti finanziari offerti, con particolare riferimento alla mezzanine finance. Inoltre un maggior numero di fondi saranno messi a disposizione dalla Commissione Europea per il microcredito, e sarà facilitato l’accesso alle operazioni internazionali di venture capital.

Lo Small Business Act for Europe viene annesso, per decisione dell’UE, nell’ambito della Growth and Jobs Strategy, nota anche come “Strategia di Lisbona”, stabilita nel corso del vertice che ha avuto luogo nella capitale portoghese nel 2000, che adesso adotta lo *think small first principle* mirando ad “assicurare un’economia competitiva e dinamica che porti ad un aumento del livello occupazionale ed un più alto grado di coesione sociale”⁵⁵.

⁵⁵ “Small Business Act for Europe”, SEC.(2008)2102.1. Think Small First, Brussels 25/06/2008 (COM (2008) 394)

L'Unione Europea ha quindi fatto e sta facendo molto per supportare e promuovere lo small business comunitario in collaborazione con gli Stati membri, cui spetta l'attuazione di una congrua politica interna; alcuni Stati, quali la Germania, la Francia e la Spagna, come già presentato, anche in collaborazione con lo European Bank of Investment Group stanno attivamente lavorando in tal senso a livello nazionale e comunitario, mentre altri paesi, come l'Italia, hanno piuttosto lasciato finora alle amministrazioni locali l'effettiva messa in opera di iniziative di questo tipo, in un'ottica di promozione dello sviluppo locale.

5.3. L'ITALIA

Il mercato del venture capital nel contesto mondiale si è enormemente sviluppato nel corso degli ultimi venti anni; in particolare, si è osservato nell'ultimo quinquennio un significativo aumento degli investimenti in questo settore, ed anche una profonda attività di *fund raising*⁵⁶. Nel panorama economico statunitense ed europeo ciò ha portato ad importanti benefici, dovuti principalmente ad un capace intervento delle Amministrazioni Pubbliche che hanno sostenuto in diversi paesi la nascita di fondi e di fondi di fondi di venture capital così da attirare investitori privati e permettere un miglioramento nelle condizioni di accesso ai finanziamenti per le PMI e le imprese in fase di start – up ed *early sustained growth*, con particolare attenzione a quelle operanti in settori fortemente innovativi e tecnologici.

Nell'ambito dell'Unione Europea i paesi che più hanno fatto in questo campo sono il Regno Unito e la Francia; quest'ultima ha attuato una politica governativa che, attraverso l'attività della società di gestione CdC Entreprise, ha portato alla creazione dal 1998 ad oggi di quasi duecento fondi di venture capital intervenuti in oltre 2650 imprese ed ha inoltre visto il coinvolgimento diretto della Caisse de Depots nel finanziamento di cinquanta start-up, per un totale medio annuo di € 60milioni.

In Italia il mercato del capitale di rischio non è così sviluppato; pur essendone riconosciuta l'importanza, sottolineata dalla presenza di diverse iniziative a carattere regionale o locale, manca un concerto di iniziative di governo volte al

⁵⁶ Il *fund raising* è una pratica sorta nell'ambito delle organizzazioni no-profit; consiste in una raccolta di capitali finalizzata al sostegno di un'attività economica senza un'esplicito perseguimento di lucro.

superamento degli ostacoli e dei limiti che l’attuale organizzazione del mercato presenta.

Un primo passo in tal senso è stato mosso, seguendo il modello francese, nel 2004, quando l’allora Ministero delle Attività Produttive ha varato un piano per incentivare l’investimento in nuove imprese innovative ed in piccole e medie imprese che presentassero adeguati programmi pluriennali di sviluppo; il progetto prevede la concessione di anticipazioni finanziarie per l’acquisto di partecipazioni di minoranza in tali imprese. In base a ciò, i finanziamenti vengono indirizzati ad intermediari autorizzati, come società di gestione del risparmio, finanziarie o banche, in una misura che non superi il 50% del valore di acquisizione della partecipazione, e comunque non oltre il tetto massimo di € 2milioni per ogni singola operazione.

L’importanza di questo programma, improntato ad un modello di *risk e profit sharing*, trova forza a fronte dell’esiguo numero di investitori altrimenti operanti nel nostro paese. Tuttavia la sua incidenza è tutt’ora modesta se paragonata ad altre realtà europee: prendendo ad esame l’attività nel 2007 si riscontra che sono state approvate quattordici operazioni per un totale di investimenti pari a € 8,15milioni, a fronte di una disponibilità di fondi pubblici pari a circa € 100milioni⁵⁷; cifre che rappresentano quasi un decimo dell’attività delle best practices europee.

Ulteriore ostacolo alla crescita dell’industria del venture capital è la mancanza di incentivi fiscali che incoraggino gli investitori e favoriscano la raccolta di capitale. La realtà italiana si pone infatti storicamente su un’antitetica posizione, ostacolando l’investimento in strumenti alternativi tanto da parte di soggetti privati quanto di investitori istituzionali, mentre ad esempio in Francia coloro che desiderano investire in fondi di venture capital godono di una detrazione di imposta oscillante tra il 50% ed il 70% dell’ammontare complessivo dell’investimento.

Nella realtà, oggi l’Italia sta progredendo molto in questo settore; secondo le stime dell’Aifi, l’Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital, nel 2008 sono state finanziate società in *early stage growth* per un valore

⁵⁷ Dall rivista “Innovazione”, luglio 2009: D. Saraceni, “Il capitale di rischio, un parallelo tra Francia e Italia”

complessivo di € 115milioni, registrando una crescita rispetto all'anno precedente del 75%.⁵⁸

Le cifre risultano ancora tutt'altro che competitive se raffrontate alla media europea, ma sono indice di una tendenza decisamente crescente.

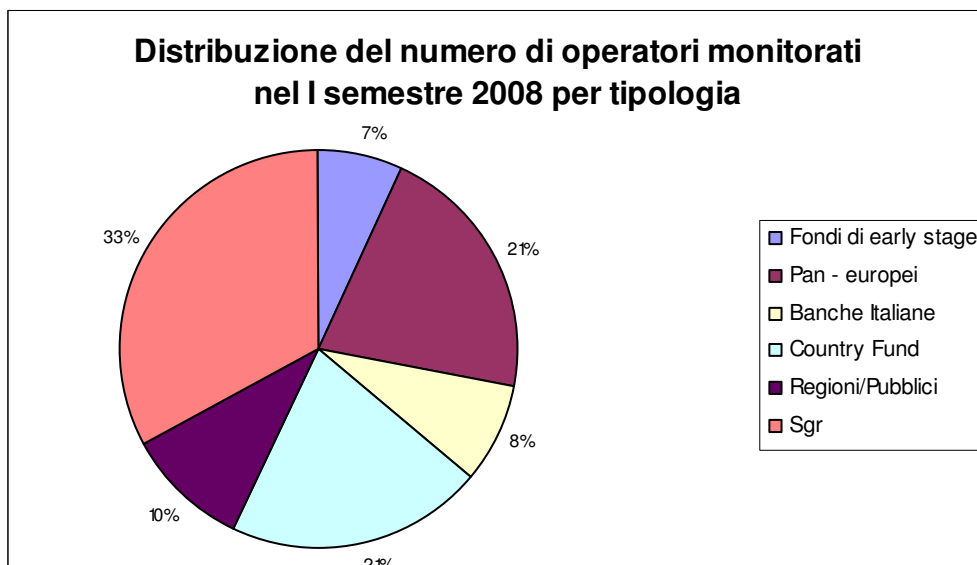


Figura 18: operatori finanziari attivi in Italia a sostegno delle PMI

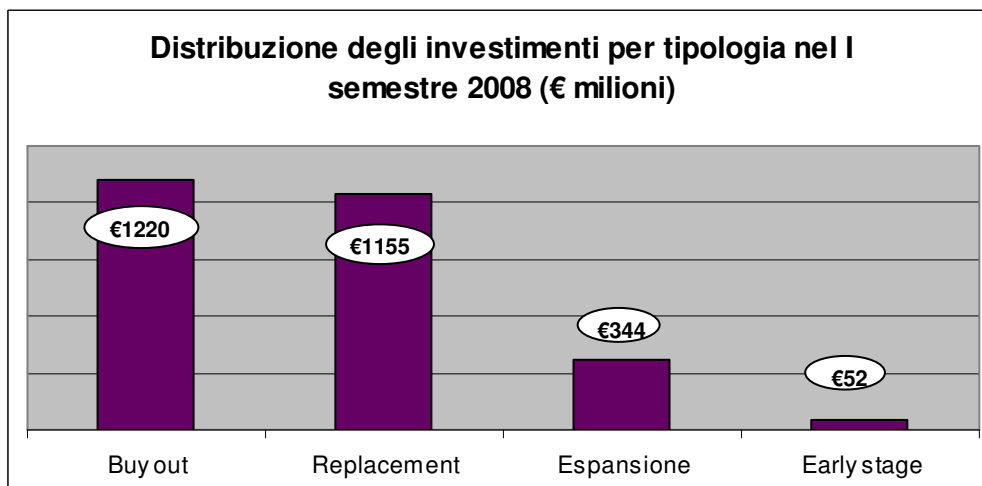


Figura 19: Modalità di intervento a sostegno delle PMI italiane nel 2008⁵⁹

Le iniziative e gli sforzi mossi dagli enti locali, per quanto proficui per lo sviluppo del territorio, non hanno i mezzi necessari per portare ad un cambiamento effettivo della situazione attuale, e per quanto l'attività di fondi e fondi di fondi promossi dalle Regioni abbia portato effetti decisamente positivi, come il Fondo Next della società di gestione del risparmio Finlombarda o la Toscana Innovazione, si tratta comunque di progetti complessi che per esplicitare al meglio

⁵⁸ "Aifi, Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital_Statistiche e Dati di mercato"

⁵⁹ Aifi_Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel I semestre 2008

la loro influenza sul sistema economico dovrebbero vedere un intervento attivo a livello di governo centrale.

Va comunque sottolineato che le attività locali sono state effettivamente numerose e di importante, se pur localmente limitato, impatto. La regione Lombardia, ad esempio, a seguito dei positivi risultati riportati dal già citato Fondo Next, primo fondo misto operante in Italia dal 2002, ha attivato altri fondi volti soprattutto a sostenere imprese già operanti nel territorio lombardo ma che necessitano di fondi per finanziare la propria crescita; seguendo una tendenza ormai ampiamente diffusa, vengono per lo più selezionate società che operano nel campo dell'innovazione e della ricerca, il cui potenziale di crescita e di profitti futuri è ritenuto più interessante a parità di altre condizioni.

La Regione Lombardia è una delle più attive sul mercato del venture capital, ma non è l'unica; molte altre, tra cui l'Umbria, la Toscana, il Piemonte, l'Emilia Romagna, la Sicilia ed il Friuli si sono dotate sin dai primi anni del XIX secolo nei propri documenti di pianificazione strategica di progetti di finanza innovativa mirati al sostegno ed alla promozione delle imprese nascenti, per la maggior parte seguendo il modello della creazione di un fondo di venture capital demandato alla gestione di una società assegnatrice, vincitrice di una gara pubblica; tuttavia non tutti i progetti sono arrivati ad una effettiva implementazione.

In Friuli Venezia Giulia, invece, a fronte di una crescente domanda di sostegno delle nuove iniziative imprenditoriali tramite modelli alternativi di intervento, si è vista la necessità di creare in seno alla società che gestisce l'attività economica della regione, la Friulia s.p.a., una società nuova interamente orientata alla gestione di attività finanziarie di venture capital, la Friulia Sgr. Per perseguire al meglio la sua attività di amministrazione di fondi di investimento chiusi riservati ad investitori qualificati, la Friulia Sgr ha costituito il Fondo AlAdinn Ventures, fondo chiuso la cui attività si estrinseca nell'acquisizione di partecipazioni in società non quotate operanti nel territorio dell'Euroregione di appartenenza, in fase di start – up o di *early sustained growth*, incoraggiandone lo sviluppo anche attraverso il ricorso ad una rete di contatti e di imprese facenti capo al team di gestione, composto da professionisti dell'industria e della finanza italiana ed internazionale, di cui la società di gestione è composta. Il fondo è pienamente operativo dal 2009, con una dotazione iniziale di € 5milioni sottoscritta da Friulia s.p.a; ad oggi è in corso una fase di raccolta per giungere ad una dimensione prossima ai € 40milioni.

La Friulia Sgr sta ad oggi lavorando per la creazione di altre tipologie di fondi chiusi rivolti alle pensioni integrative ed all'housing sociale.

Caso particolarmente interessante per la quantità e lo spessore dei progetti avviati è poi quello della Toscana; la Regione, infatti, con il Documento Unico di Programmazione 2000-2006 ha affidato alla Sviluppo Italia s.p.a. la costituzione e la gestione di un fondo di capitale di rischio a compartecipazione privata finalizzato a supportare le attività imprenditoriali e l'implementazione di progetti frutto del lavoro di ricerca e sviluppo; il fondo opera secondo due differenti modalità: il seed financing, a sostegno dell'attività di ricerca e della cura degli aspetti organizzativi previsti nel business plan dell'impresa selezionata, ed lo start – up financing, volto alla materiale attuazione dei progetti, secondo le definizioni dell'European Venture Capital Association.

Il fondo, attivo dal 2005 come fondo di rotazione, è divenuto operativo con una dotazione iniziale di € 11,5milioni, di cui € 7milioni concessi dalla Regione Toscana, a sostegno delle PMI operanti sul territorio.

Nel 2007 la Regione ha inoltre istituito il fondo chiuso di investimento mobiliare "Toscana Innovazione", rivolto ad investitori qualificati per investire in titoli rappresentativi di capitale di rischio in piccole società in *early stage* o in fase di espansione che abbiano sede in Toscana e siano attive in settori innovativi. Il fondo, il cui ammontare è ad oggi di € 60milioni, può investire fino al 100% del proprio patrimonio in strumenti partecipativi del capitale di rischio delle imprese selezionate per gli investimenti da un Comitato Tecnico appositamente eletto dal Consigli di Amministrazione della Sviluppo Italia s.p.a.

A questi strumenti a disposizione dello small business locale si è aggiunto nel gennaio 2009 la stipulazione di un accordo con cui la Regione ha concesso a Fidi Toscana s.p.a., la finanziaria della Regione, un finanziamento di € 33milioni di euro per la concessione di garanzie a favore delle PMI del territorio che si caratterizzino per attività particolarmente creative ed innovative.

La Regione Lazio invece, che già con la Legge Regionale 2/85 aveva costituito il fondo Filas per la partecipazione al capitale di rischio delle piccole e medie imprese del Lazio, ha avviato lo scorso luglio tramite la stessa finanziaria ed in linea con le decisione del POI – FESR 2007-2013 Lazio⁶⁰, una serie di bandi pubblici volti alla ricerca di cofinanziatori privati per la costituzione di uno o più fondi di capitale di rischio, attraverso diversi possibili modelli: è difatti prevista

⁶⁰ Programma Operativo Regione Lazio Fondi Europei_Asse I_Actività 3

l'opzione per una compartecipazione al 50% al fondo gestito da Filas, altrimenti per un cofinanziamento di singole operazione, o infine si può avere un diretto affidamento della gestione del fondo a soggetti privati qualificati che si impegnino tra loro al cofinanziamento secondo quote eguali.

Le iniziative intraprese sono dunque copiose lungo tutto il territorio nazionale e volte essenzialmente allo sviluppo economico locale, con una decisiva concentrazione nelle regioni settentrionali.

Nel meridione unica realtà operativa in tal senso con un impatto rilevante è la Regione Sicilia, che opera tramite la CAPE Sgr, fondo chiuso riservato ad investitori istituzionali.

Affinché il mercato del capitale di rischio diventi un'effettiva realtà anche per le piccole imprese del Sud, è stato attivato, grazie alla politica portata avanti dal Ministero per la Pubblica Amministrazione e l'Innovazione, il Fondo Capitale di Rischio per l'Innovazione delle PMI nel Mezzogiorno.

Tale fondo, che prevede un ammontare di € 160milioni, di cui il 50% di finanziamento pubblico concesso attraverso il DIT, Dipartimento per l'Innovazione e le Tecnologie, prevede una compartecipazione con investitori privati in fondi mobiliari chiusi gestiti da Società di gestione del Risparmio, selezionate attraverso gare pubbliche concluse nel dicembre del 2008 con l'emanazione del decreto di aggiudicazione⁶¹. Il DIT partecipa ad ogni fondo per un importo non superiore alla metà del suo valore patrimoniale e per una durata non superiore ai dieci anni. Lo scopo è quello di favorire l'afflusso di capitale di rischio nelle regioni meridionali, includendo tra queste anche l'Abruzzo ed il Molise.

Il Fondo per l'Innovazione nel Mezzogiorno rappresenta uno dei pochi casi di partnership pubblico – privata nel nostro paese, e che richiama, grazie all'attività del DIT, l'esperienza dello SBIC Program statunitense.

Il programma rientra nell'ambito delle iniziative annunciate nel Piano di e-Government 2012⁶².

⁶¹ Il decreto di aggiudicazione emanato il 15 dicembre 2008 dal Capo del Dipartimento per l'Innovazione e le Tecnologie ha portato alla selezione di quattro Sgr: la Vertis Sgr s.p.a., con partecipazione di € 12,5milioni, la Quantica Sgr s.p.a., per €31, 5milioni, la San Paolo IMI Fondi Chiusi Sgr s.p.a., per € 12,5 milioni, e la Vegagest Sgr s.p.a., per un importo pari a € 20milioni.

⁶² Il "Piano e-Government 2012", presentato nel gennaio 2009, consta di ottanta progetti coerenti con l'orientamento della Strategia di Lisbona che mirano a ridurre il ritardo economico e sociale dell'Italia guardando alle *best practices* dei paesi europei più evoluti.

CONCLUSIONE

In conclusione, l'esperienza dello SBIC Program ha portato notevoli effetti positivi nel sistema economico statunitense, contribuendo allo sviluppo ed alla crescita di un paese leader nel panorama internazionale. La pratica della compartecipazione pubblico-privata, incentivando ed attraendo gli investimenti privati, ha consentito alle piccole e medie imprese di superare in parte o in tutto gli ostacoli che si trovano inevitabilmente a fronteggiare, primo tra tutti la presenza dell'equity gap, che altrimenti scoraggerebbero iniziative imprenditoriali anche con forte potenziale, con speciale riferimento alle imprese innovative o operanti in settori tecnologici, a cui oggi gli economisti guardano con particolare interesse per lo sviluppo del sistema economico nel suo complesso.

Il settore dello small business è il cuore dell'economia, e senza un adeguato funzionamento del mercato dei capitali di rischio le conseguenze negative che cadrebbero su questo si ripercuoterebbero inevitabilmente sull'assetto economico. È questo che, ad anni di distanza dalla nascita delle small business investment companies, l'Europa e gli altri continenti stanno capendo, ed è in questo senso che hanno deciso di muoversi.

Anche se il programma della SBA sembra ad oggi aver lasciato il passo alla più classica forma di venture capital, va riconosciuto decisivo il loro apporto, in cui un ruolo fondamentale ha svolto l'intervento dell'operatore pubblico; è seguendo questo modello che paesi come Israele e paesi europei quali la Germania, il Regno Unito, la Francia e la Spagna si sono mossi riformando le modalità di supporto alle PMI, con pratiche che hanno portato nel corso degli ultimi anni ad un importante miglioramento della situazione economica interna.

L'emanazione dello "Small Business Act for Europe" è frutto di quest'orientamento, ma risente nell'attuazione dei suoi principi di un'effettiva mancanza a livello di governance.

Ed è sempre di coordinamento e gestione a livello di governo centrale che soffre il nostro paese; a fronte di un'organizzazione così complessa come quella della gestione di fondi e di fondi di venture capital, l'attività di singoli enti territoriali non può sopperire alle lacune dovute all'assenza di un'organizzazione diffusa e vigile quale potrebbe essere quella offerta dallo Stato. L'incentivo comunitario ad agire in tal senso, le necessità di orientarsi alle linee guida proposte dalla Strategia di Lisbona e dal summit di Londra del 2005 sono forti,

come dimostrato dall’emanazione del Piano e-Government 2012, ed altrettanto forti sono i modelli proposti dagli stati confinanti; per questi motivi è immaginabile ed auspicabile, anche osservando le stime dell’Aifi, che il governo italiano decida di intraprendere questo cammino, già parzialmente avviato e che mai come nell’attuale periodo di crisi necessiterebbe di essere implementato.

BIBLIOGRAFIA

- “*American Recovery and Reinvestment Act of 2009: Implementation of SBIC Program Changes*”, (2009).
- “*Risk Capital Action Plan*” (1998).
- “*Small Business Act of 1953*”, Public Law 85 – 536, (1953).
- “*Small Business Investment Act of 1958*”, Public Law 85 – 699, (1958).
- AIFI – Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, (2001), “*Capitali per lo sviluppo. Un’analisi del mercato internazionale del private equity e del venture capital*”, Milano, Il Sole 24 Ore.
- Berger N., Udell G. F. (1998) “The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle”, *Journal of Banking and Finance*.
- Brealey R. A., Myers S.C., (2007) “*Principi di finanza aziendale*”, V edizione, McGraw-Hill Libri Italia.
- Brewer III E., Genay H., Jackson W. E., Worthington P., “Performance and access to government guarantees: The case of small business investment companies”, *Economics perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Brusoni M., Capizzi V., Vecchi V., (2008) “*Venture capital pubblico – privato: stato dell’arte, condizioni e opportunità di sviluppo*”.
- Colitti G., (1991) “Nascita e sviluppo di nuove imprese e intervento pubblico”, *Impresa & Sviluppo*, Friulia s.p.a.
- European Commission, “*Small Business Act for Europe*” (2008).
- European Commission, (2005a) “*Best practices of public support for early stage equity finance*” .
- Feola R., Petrone M., (2004) “*I fondi misti di venture capital*”.
- Finish Ministry of Trade and Industry, (2007) “*Public Financing of Young Innovative Companies*”.
- Finlombarda, (2005) “*Il Fondo Next, uno strumento concreto a supporto delle imprese innovative lombarde*”.
- Finlombarda, *Finanza e Innovazione*, (2005) “Quarto quaderno sui casi di finanza innovative per la creazione di techno start – up”.
- Gualandri E., Schwizer P. (2008) “Bridging the equity gap: il caso delle PMI innovative”, *Studi e Note di Economia*, n.1
- Knight K. E., Dorsey T., (1976) “Capital problems in minority business development: a critical analysis”, *American Economic Review*, vol. 2.
- Leleux, Surlemont B., (2003) “Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-Europe analysis”, *Journal of Business Venturing*.
- Magliocco A., Sanelli A. (2002), “Tassazione e sviluppo del venture capital in Europa e negli Stati Uniti. Modelli fiscali a confronto”, *Quaderni di Ricerche*, n.48.
- Miller G. R., (1961) “Long term small business financing from the underwriter’s point of view”, *The Journal of Finance*, vol. 2.
- OCSE (2004), “*Financing innovative SMEs in a global economy*”.

- Pickett P., "U.S. Small Business Administration. Presentazione dell'Agenzia Americana per le piccole imprese".
- SBA Office of Advocacy, "The Small Business Economy. A Report to the President", (2008).
- U.S. SBA Office of Advocacy, "The Small Business Economy. A Report to the President" (2003).
- U.S. Small Business Administration, "Strategic Plan, FY 2008 - 2013", (2008)
- U.S. Small Business Administration "SBIC TechNotes. Guidelines concerning valuation issues", n.12, (2007).
- U.S. Small Business Administration "Small Business Investment Company Program. Financial Performance Report for cohorts 1994-2004" (2004).
- U.S. Small Business Administration "Small Business Investment Company Program. Fiscal Year 2002, Special Report", (2002).
- Widicus W.W., (1966) "A quantitative analysis of the small business investment company program", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

SITI CONSULTATI:

- Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital : www.aifi.net
- Banca Europea per gli Investimenti: www.eib.europa.eu
- Caisse des depots et des consignations: www.caissedesdepots.fr
- Fondo Europeo per gli Investimenti: www.eif.org
- NASBIC: www.nasbic.org
- OCSE: www.oecd.org
- Politiche federali statunitensi: www.whitehouse.gov
www.treas.gov
www.usasearch.gov
- Small Business Administration: www.sba.gov
- Yozma Fund: www.yozma.com