



**Allegato A**

**Programma Operativo Regionale Lazio 2014-2020  
Cofinanziato dal Fondo Europeo di Sviluppo Regionale  
POR FESR Lazio 2014-2020**

**Valutazione ex ante relativa agli Strumenti Finanziari  
ai sensi dell'art. 37 del Reg. (UE) n. 1303/2013**

**Aggiornamento versione 16 luglio 2014 con riferimento agli  
Strumenti Finanziari per il Capitale di Rischio**

Marzo 2017

**INDICE**

1.	Scopo del documento .....	3
2.	Analisi del gap .....	4
2.1.	Esigenze di investimento .....	4
2.2.	Il mercato.....	7
2.3.	Le caratteristiche dell’offerta .....	9
2.4.	Interventi pubblici .....	12
2.5.	Aiuti di Stato .....	13
3.	Lezioni dall’esperienza .....	16
3.1.	L’esperienza del fondo di venture capital POR 2007-2013 misura I.3 .....	16
3.2.	La <i>coinvestment facility</i> ed altre esperienze di coinvestimento.....	17
3.3.	Esperienze di cofinanziamento: il diverso orizzonte temporale dei fondi SIE rispetto al mercato. .	18
4.	Strategia di investimento .....	22
4.1.	Cofinanziamento .....	22
4.2.	Cofinanziamento e combinazione con sovvenzioni .....	24
4.3.	Coinvestimento .....	24
4.4.	Una strategia diversificata .....	24
4.5.	Una strategia flessibile .....	26
5.	Moltiplicatore e remunerazione preferenziale.....	28
5.1.	Moltiplicatore.....	29
5.2.	Remunerazione preferenziale e struttura commissionale - premessa .....	30
5.3.	Remunerazione preferenziale per i coinvestitori.....	31
5.4.	Remunerazione preferenziale per i cofinanziatori dei veicoli cofinanziati .....	32
5.5.	Struttura commissionale per il Comitato di investimento.....	34
6.	Risultati attesi.....	37
7.	Flessibilità .....	41

Appendice I – Il mercato del *private equity* ed il segmento dell’*early stage*

Appendice 2 - Fondo POR FESR 2007/2013 Attività I.3 – *Venture Capital*

Appendice 3 – Linee strategiche per un ecosistema regionale delle startup

## **I. Scopo del documento**

Il presente documento ha lo scopo di completare la Valutazione *ex ante* (la “VexA”) degli Strumenti Finanziari (gli “SF”) di cui all’art. 37, comma 2, del Reg. (UE) n. 1303/2013 (“CPR”) previsti dal POR FESR 2014-2020 (il “POR”), per quanto riguarda gli SF dedicati ad incentivare il settore privato a investire nel capitale di rischio delle imprese innovative.

Il documento aggiorna la versione della valutazione *ex ante* datata 16 Luglio 2014 (la “VexA 2014”), elaborata congiuntamente al POR e già aggiornata nel 2016 con particolare riferimento agli SF di credito e garanzia ([Determinazione G07287 del 27/6/2016](#)), verificando l’attualità degli elementi di analisi ivi contenuti e approfondendo, alcuni aspetti di maggior dettaglio e più operativi relativi agli SF per il capitale di rischio, in particolare affinando la strategia di investimento ed i coerenti meccanismi per attrarre efficacemente le necessarie risorse finanziarie complementari da investitori privati.

## 2. Analisi del gap

Valutazione del valore aggiunto degli strumenti finanziari che si ritiene saranno sostenuti dai fondi SIE, della coerenza con altre forme di intervento pubblico che si rivolgono allo stesso mercato, delle possibili implicazioni in materia di aiuti di Stato, della proporzionalità dell'intervento previsto e delle misure intese a contenere al minimo la distorsione del mercato.

Lettera a), comma 2 art. 37 CPR

### 2.1. Esigenze di investimento

*“La grande trasformazione che l’economia italiana deve avviare ha bisogno di nuova finanza, ovvero di capitali, di operatori e di intermediari in grado di ben allocare le risorse e gestire i rischi di un sistema produttivo orientato in modo più deciso all’innovazione.”*

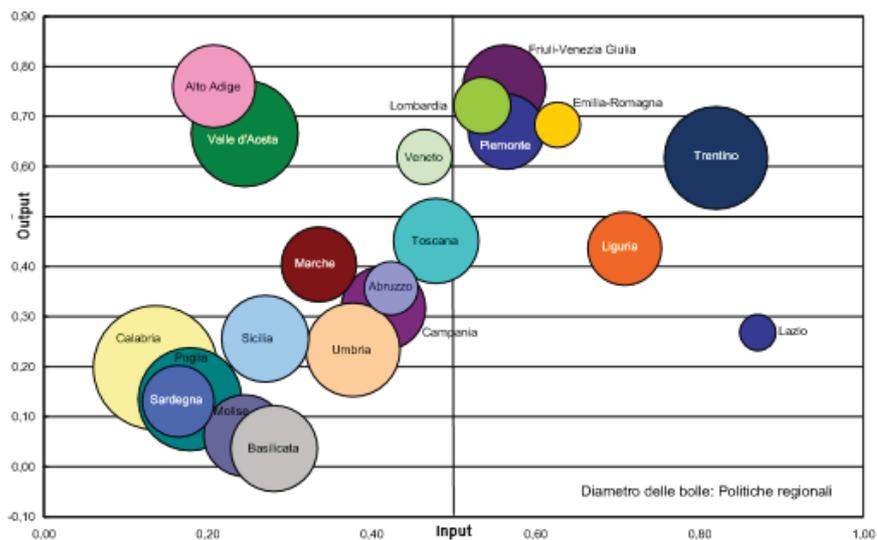
La spesa per R&S e la densità di ricercatori del Lazio sono tra le più elevate di Italia ed i loro valori sono comparabili a quelli delle regioni europee più innovative. L’incidenza di specializzazioni innovative e ad alta intensità di conoscenza, nell’economia regionale, non esprime del tutto il potenziale atteso da tale concentrazione di attività di ricerca<sup>2</sup>.

Ciò appare dovuto ad una bassa componente privata della spesa e degli addetti per R&S ed a una insufficienza del capitale investito in imprese innovative ed in imprese che forniscono servizi per l’innovazione (incubazione, accelerazione, ricerca, diritti di proprietà industriale, design, etc.).

Anche a livello europeo è accertato un fallimento del mercato per quanto riguarda il sostegno finanziario alle imprese innovative, soprattutto se giovani ed ad alta tecnologia, che non risulta appropriato essere fornito dal sistema bancario<sup>3</sup>.

Questo sostegno dovrebbe essere fornito soprattutto dall’offerta di capitale di rischio<sup>4</sup> (cd. “*venture capital*”) e da particolari intermediari finanziari specializzati nel selezionare e sostenere, anche non solo

Input, output e politiche regionali per l’innovazione nelle regioni italiane (1)



1) L’asse orizzontale presenta per ciascuna regione il valore del sottoindicatore sintetico di input; l’asse verticale il valore del sottoindicatore di output; il diametro delle bolle indica la dimensione delle politiche regionali per l’innovazione delle imprese.

<sup>1</sup> “[Le imprese e il ruolo dell’azione pubblica, oggi](#)”, Ignazio Visco Governatore della Banca d’Italia, 23 marzo 2015.

<sup>2</sup> Per un approfondimento anche quantitativo della capacità innovativa e della composizione degli input e degli output, si veda, *inter alia*, “[Le iniziative regionali per favorire l’innovazione delle imprese](#)”, Ufficio Studi Banca d’Italia, autori vari, *Questioni di Economia e Finanza* n. 246, novembre 2014 (in particolare pg. 74 e ss.), di cui si riporta la tavola 3.2.

<sup>3</sup> “[...] nel corso della fase di trasferimento delle tecnologie e di avviamento, le nuove imprese devono attraversare una “valle della morte” – un periodo in cui vengono meno i finanziamenti pubblici alla ricerca ed è al tempo stesso impossibile attrarre finanziamenti privati. [...] molte imprese innovative già affermate, sia di grandi che di piccole dimensioni, devono far fronte ad una penuria di mutui per finanziare le attività caratterizzate da un rischio più elevato. [...] Le banche mancano della capacità di valutare i cespiti basati sulla conoscenza, quale la proprietà intellettuale, e sono spesso quindi riluttanti ad investire in imprese basate sulla conoscenza. [...] per colmare queste lacune e rendere l’Europa uno spazio attraente per gli investimenti in innovazione, occorre fare un uso intelligente delle partnership pubblico/privato nonché apportare cambiamenti alla regolamentazione [...]”, Iniziativa Faro “[Unione per l’Innovazione](#)” (COM (2010)586), capitolo “Portare le buone idee al mercato”.

finanziariamente, le imprese ad alto potenziale di crescita nelle prime fasi del ciclo di vita (cd. “*early stage*”), come avviene in modo consolidato soprattutto negli USA.

La Regione Lazio intende diventare una grande regione europea dell’innovazione e su tale obiettivo ha impostato la propria programmazione di medio periodo, dedicandovi una parte rilevante, tra l’altro, delle risorse finanziarie attivate con i Programmi Operativi cofinanziati dal bilancio europeo nel ciclo di programmazione 2014-2020.

Il POR FESR 2014-2020, a seguito delle prime analisi del *gap* di mercato e nel quadro del più ampio programma “Startup Lazio!”, che prevede un disegno integrato per sostenere lo sviluppo di un efficiente ed efficace ecosistema favorevole alle imprese innovative, ha dedicato più di una azione al fondamentale sostegno dell’offerta di capitale di rischio per le imprese innovative.

Programmaticamente, sulla base di un *gap* di mercato stimato in circa 80 milioni di euro già rilevato nella VexA 2014, tale sostegno è imperniato sulle seguenti azioni del POR, che già in via programmatica si è previsto di attuare prevalentemente mediante SF:

- azione 1.4.1 “Sostegno alla creazione e al consolidamento di startup innovative ad alta intensità di applicazione di conoscenza e alle iniziative di spin-off della ricerca in ambiti in linea con la S3” (dotazione indicativa 20 milioni di euro);
- azione 3.5.1 “Interventi di supporto alla nascita di nuove imprese sia attraverso incentivi diretti, sia attraverso l’offerta di servizi, sia attraverso interventi di micro-finanza, per quanto riguarda la sub-azione b) “Strumenti per le startup innovative e creative” (dotazione indicativa 32 milioni di euro);
- azione 3.6.4 “Contributo allo sviluppo del mercato dei fondi di capitale di rischio per lo startup d’impresa nelle fasi pre-seed, seed, e early stage - Venture Capital” (dotazione indicativa 38,4 milioni di euro).

Si tratta quindi di una dotazione programmatica complessiva di circa 90 milioni di euro, alla quale si conta di aggiungere ulteriori risorse provenienti dal bilancio regionale (a partire dal “Fondo per la nascita e lo sviluppo di imprese startup innovative”), delle risorse provenienti dai disinvestimenti di SF finanziati nel precedente periodo di programmazione<sup>5</sup> e, se del caso, da altre risorse attraibili (private o provenienti da istituzioni finanziarie pubbliche quali la Banca Europea per gli Investimenti - BEI, il Fondo Europeo per gli Investimenti - FEI, la Cassa Depositi e Prestiti - CdP, etc.).

Contando su risorse certe dell’ordine di grandezza di circa 100 milioni di euro, si prevede di destinarne circa il 20% a sostenere, con un limitato contributo a fondo perduto (da 10.000 Euro fino, in casi particolari, a 100.000 Euro), le prime fasi di avviamento (cd. *pre-seed*) delle startup innovative al fine di renderle di interesse sul mercato del capitale di rischio e ivi reperire la finanza, ben più consistente, necessaria per il loro definitivo avviamento. Lo schema di intervento (cd. “contributo in partnership”), pur non rientrando negli SF, intende indirettamente promuovere l’iniziativa privata degli operatori specializzati nel fornire sostegno anche non esclusivamente finanziario (ad es. i cd. “*Business Angels*”) nella delicata fase di *pre seed*.

Al netto delle risorse destinate al contributo in partnership, importante ai fini di questa valutazione perché dedicato ad irrobustire anche qualitativamente le opportunità di investimento sul territorio laziale e quindi

<sup>4</sup> “Il capitale azionario, preferibile ai prestiti bancari nel finanziare attività caratterizzate da risultati incerti e da rilevanti asimmetrie informative, è meno diffuso che in altri paesi”, Relazione annuale della Banca d’Italia 2012, pg. 123 “L’innovazione”, capitolo di nuova introduzione.

<sup>5</sup> A partire da quelle provenienti dai disinvestimenti del Fondo di Venture Capital POR 2007-2013 1.3 che per disposizioni regolamentari, vanno utilizzati per le medesime finalità (art. 78 (7) Reg. (UE) 1083/2006) e “per buona prassi” sempre sotto forma di SF (p. 5.2.8 [COCOF 10-0014-05-EN 21/02/2011](#)). Tali risorse, come meglio vedremo, possono inoltre contribuire a ridurre alcune criticità tecnico-operative dovute al disallineamento temporale tra il ciclo di investimento e disinvestimento degli operatori di mercato (come anche regolato dalle autorità di vigilanza) e quello derivante dall’applicazione dei regolamenti dei Fondi SIE.

l'originazione del *deal flow* di interesse per il *venture capital*, l'ammontare delle risorse programmate per gli SF dedicati al capitale di rischio è quindi pari ai circa 80 milioni di euro, in coerenza con il *gap* di mercato individuato nella VexA 2014 e poi confermato nell'aggiornamento del 2016.

Obiettivi e risultati programmatici delle azioni del POR interessate (cui contribuiscono anche operazioni diverse da SF) sono rappresentati nella seguente tabella:

Asse / Obiettivo Tematico	Priorità ed Azione	Indicatori	Valori target 2023	
			Tot. POR	SF
3. Competitività	Priorità d) Azione 3.6.4 Contributo allo sviluppo del mercato dei fondi di capitale di rischio per lo startup d'impresa nelle fasi pre-seed, seed, e early stage - Venture Capital	N. di imprese che ricevono un sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni – CO03	60	60
		Investimento privato combinato al sostegno pubblico alle imprese (non sovvenzioni) - CO07	26 milioni di euro	26 milioni di euro
	Priorità a) Azione 3.5.1.b Strumenti per le startup innovative e creative	N. di imprese che ricevono un sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni – CO03	194	194
		Investimento privato combinato al sostegno pubblico alle imprese (non sovvenzioni) - CO07	17 milioni di euro	17 milioni di euro
		N. di nuove imprese che ricevono un sostegno - CO05	190	190
	I. Ricerca ed Innovazione	Priorità b) Azione 1.4.1.b Sostegno alla creazione e al consolidamento di startup innovative ad alta intensità di applicazione di conoscenza e alle iniziative di spin-off della ricerca in ambiti in linea con la S3	N. di imprese che ricevono un sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni – CO03	35
Investimento privato combinato al sostegno pubblico alle imprese (non sovvenzioni) - CO07			7 milioni di euro	7 milioni di euro
N. di nuove imprese che ricevono un sostegno - CO05			40	40
Crescita dell'occupazione nelle imprese che ricevono un sostegno – CO08			60	60

Totale indicatori comuni a tutte le Azioni

N. di imprese che ricevono un sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni– CO03	289	289
Investimento privato combinato al sostegno pubblico alle imprese (non sovvenzioni) – CO07	50 milioni di euro	50 milioni di euro

Considerando quindi l'insieme delle risorse pubbliche disponibili ed il potenziale apporto di risorse private combinate che si aggira intorno ai 50 milioni di euro (in media stimabile intorno al 35% dell'investimento complessivo), il complesso degli SF dedicati al capitale di rischio intende mobilitare investimenti per complessivi 125/130 milioni di euro, mediamente circa 18/19 milioni di euro in ciascuno dei restanti 7 anni di programmazione (2017-2023).

Si tratta di un livello che consentirebbe di contribuire a riportare l'incidenza degli investimenti *early stage* sul PIL del Lazio sopra allo 0,002 %, dato già superato negli anni 2010 e 2011, in linea con la media italiana del 2015, ma ben lontano da quelli dai paesi *Innovation Leader* europei che presentano tutti una incidenza superiore allo 0,02% del PIL (quasi lo 0,1% in Danimarca)<sup>6</sup>.

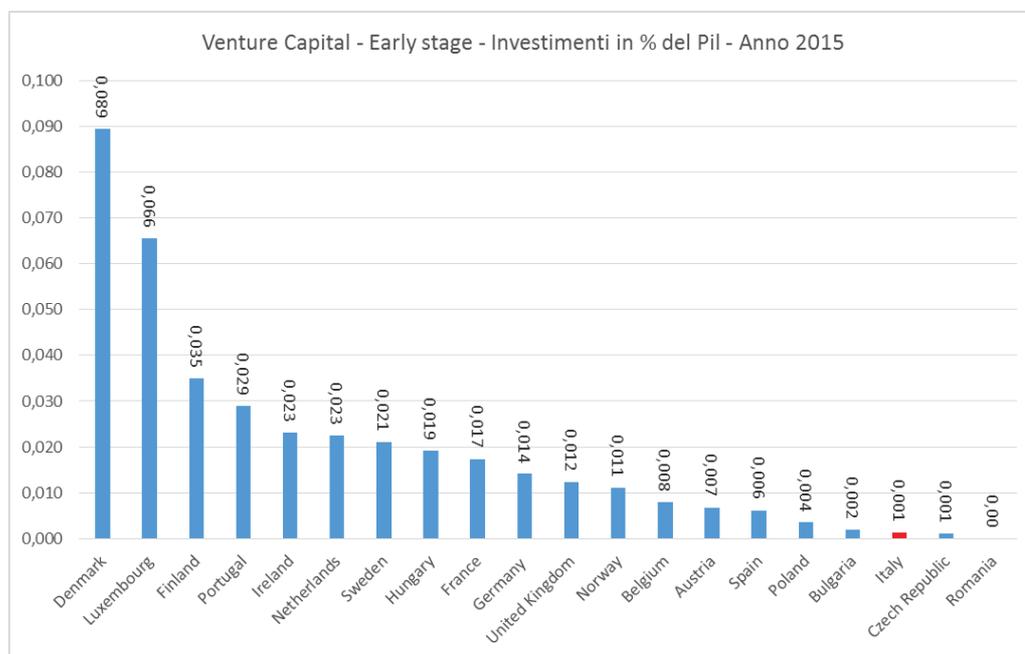
<sup>6</sup> A livello internazionale (dati 2015 in USD, fonte [EY global venture capital trends 2015](#)) guidano la classifica gli USA (72,3 Mld., 3.916 operazioni), seguiti dai mercati emergenti della Cina (49,2 Mld., 1.611 operazioni) e India (8 Mld, 528 operazioni), e poi da Israele (2,6 Mld., 211 operazioni). Questa ultima tuttavia guida la classifica in rapporto al PIL (1%) con un dato più che doppio rispetto gli USA (0,46%)

Tali obiettivi sono in linea con il gap già rilevato dalla VexA 2014 e confermati nel 2016 ma, sulla base dei dati ora disponibili, che evidenziano un calo degli investimenti *early stage* nel Lazio negli anni più recenti, risultano più ambiziosi e da affrontare quindi con una strumentazione più attenta a suscitare l'interesse e il necessario coinvolgimento degli investitori privati.

## 2.2. Il mercato

Rimandando alla appendice I per una analisi più articolata del mercato del *private equity* e del segmento dell'*early stage*,

quello di interesse per il presente aggiornamento della VexA, si riportano i principali indicatori relativi al posizionamento dell'Italia nei confronti degli altri paesi europei e quelli del Lazio nei confronti delle altre principali regioni italiane (in parte già commentati al termine del paragrafo precedente).

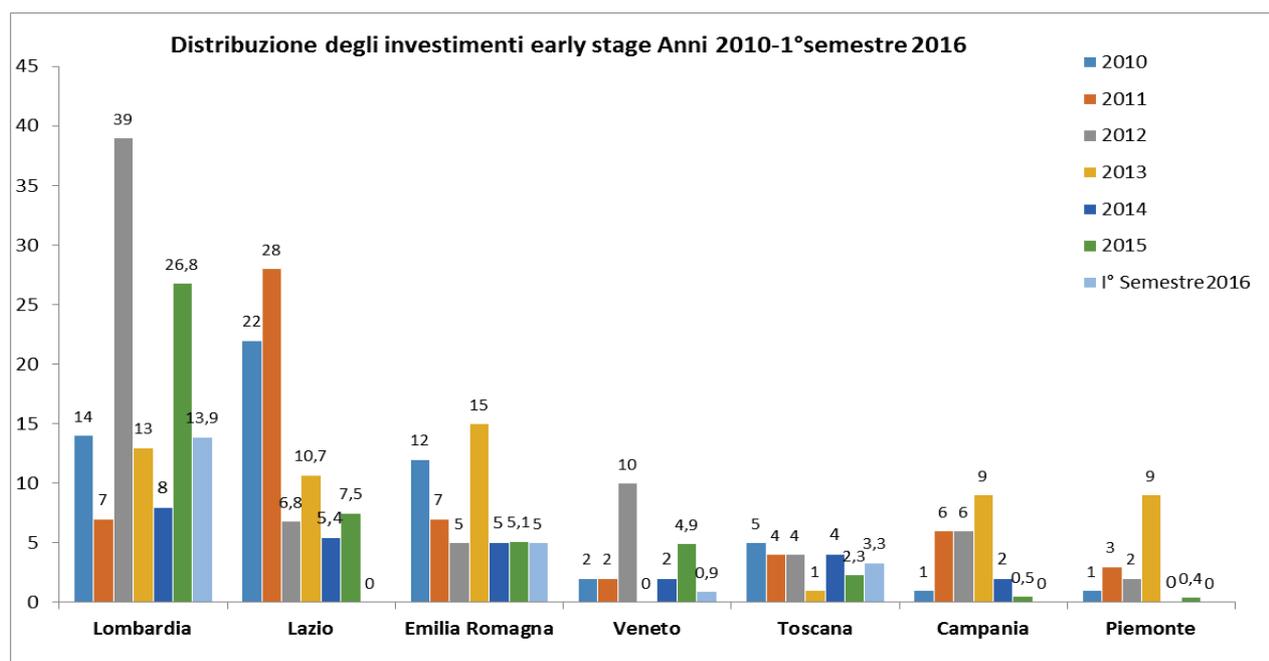


I dati relativi al Lazio, sia in valore assoluto che per numero di operazioni, evidenziano una forte riduzione dopo i picchi del 2010 e 2011, probabilmente anni eccezionali. In questi 2 anni si sono infatti registrati valori mediamente più che doppi rispetto alla Lombardia, regione che per volume di PIL, densità di imprese e di operatori finanziari, ci si attenderebbe essere *leader* in Italia (come in effetti risulta, a partire dal 2012).

La riduzione del numero delle operazioni e del loro valore appare tuttavia una caratteristica nazionale.

Alla riduzione del mercato si contrappone però un andamento relativamente positivo della raccolta dedicata alle operazioni *early stage high tech* (28 milioni di euro nel 2011, 0 nel 2012, 106 milioni di euro nel 2013, 95 milioni di euro nel 2014 e 25 milioni di euro nel 2015), che si può ritenere un buon indicatore anticipatore dell'andamento degli investimenti negli anni successivi.

E' comunque necessario evidenziare lo scarso spessore dei dati che caratterizzano i mercati regionali (i dati relativi al numero delle operazioni nel Lazio presentano una deviazione standard di 10,7 a fronte di valore medio pari a 14,6) e quindi l'inaffidabilità statistica di tali dati ai fini previsionali. Inaffidabilità che sia pure in modo più attenuato, emerge anche dall'analisi dei dati nazionali.



I piccoli numeri oggetto di analisi possono peraltro essere influenzati dalla attuazione stessa delle politiche pubbliche, a maggior ragione di quelle regionali. Molte delle operazioni registrate nel Lazio, ad esempio, sono state cofinanziate dal Fondo di Venture Capital POR 2007-2013 1.3 (il “Fondo 1.3”) che nel 2014 e soprattutto nel 2015 ha ridotto la sua attività, per effetto dell’esaurimento delle risorse iniziali e della necessità di adeguarne l’operatività alle intervenute modifiche nella normativa di riferimento sugli aiuti di Stato (per maggiori dettagli si veda l’appendice 2). Anche a livello nazionale è comunque probabile che le politiche pubbliche abbiano una notevole influenza sull’andamento del mercato, specialmente in tempi recenti, sulla raccolta (si veda il paragrafo 2.4).

Per contro, come più ampiamente analizzato nell’Appendice 3, si registra una significativa vivacità nell’ecosistema laziale (prevalentemente a Roma), ben maggiore che in altre regioni, di iniziative specializzate nei programmi di supporto ed accelerazione delle startup, in parte autonome ed in parte sostenute da imprese *leader* nei propri mercati (ENEL, Ericsson, Telecom, Wind e Gala).

La presenza su Roma di operatori specializzati nell’intervento del capitale di rischio è apparentemente ampia (p. 21 *VexA 2014* su dati AIFI) ma la maggior parte degli operatori privati è in realtà focalizzata su altri segmenti di mercato (infrastrutture, immobiliare, *expansion*, *replacement* e *buy out*), piuttosto che sul segmento dell’*early stage* di interesse ai fini del presente approfondimento, sulla base di dati più recenti (sempre di fonte AIFI), gli operatori privati specializzati nel mercato dell’*early stage* sono 11<sup>7</sup>, di cui nessuno basato nel Lazio. D’altra parte i dati relativi alle caratteristiche dei coinventori del Fondo 1.3 evidenziano una prevalenza di *business angels* e *family office* (*holding* di partecipazioni) rispetto gli intermediari finanziari specializzati vigilati (SGR, Sicaf, EuVECA e simili).

Le iniziative coordinate del FEI, della CdP e del Fondo Italiano di Investimenti – FII (si veda il paragrafo 2.4) stanno incrementando gli operatori italiani e, insieme alle novità introdotte nella regolamentazione<sup>8</sup>, stanno

<sup>7</sup> Sono: Primomiglio, Panakes, United, PI01, Principia, Atlante/Quadrivio (tutti e 5 basati in Lombardia, a cui si potrebbe aggiungere Sofinnova Partners che è basata a Parigi ma in Italia opera prevalentemente da Milano), Innogest (Piemonte), Meta Ventures (Umbria), Vertis (Campania) e SICI (Toscana).

<sup>8</sup> In attuazione della direttiva 2011/61/UE (cd. AIFMD, strumenti alternativi sui mercati finanziari) è stato emanato il D. Lgs. 4 marzo 2014, n. 44 che modifica il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza - TUF) nel regolamentare i FIA e i GEFIA (Gestori di Fondi di Investimento Alternativi), il regolamento di dettaglio emanato da Banca d’Italia e Consob, è stato pubblicato 21/1/2015 ma rimette molto alla prassi delle Autorità di Vigilanza. Molti operatori che operavano mediante ordinarie società, si sono trovati a scegliere se adottare tale nuova forma giuridica, detta anche SGR “*light*” e che a differenza delle SGR “*tradizionali*” non può raccogliere risparmio presso il pubblico.

inducendo gli operatori esistenti a riorganizzarsi, soprattutto nel raggiungere dimensioni maggiori, nei veicoli di investimento, anche mediante aggregazioni e per ammortizzare i maggiori costi operativi dovuti agli obblighi di *compliance* introdotti con la nuova regolamentazione.

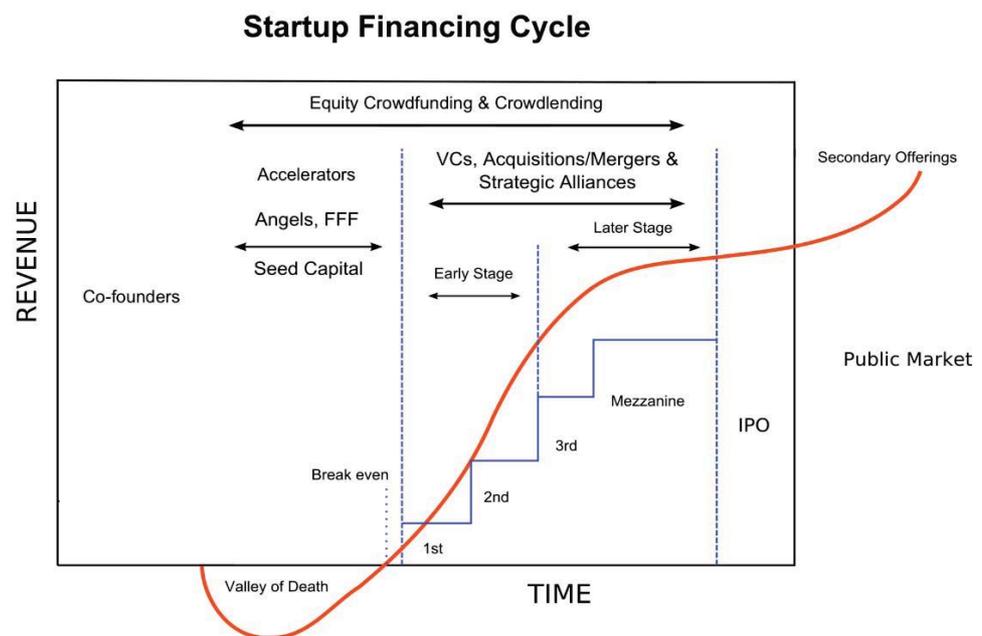
Una professionalizzazione degli intermediari finanziari specializzati è auspicabile, considerando, tra l'altro, che le maggiori dimensioni consentono una adeguata diversificazione dei rischi e dei rendimenti.

La professionalizzazione del mercato costituisce, infatti, il presupposto per attrarre il risparmio su una industria finanziaria specializzata man mano che il consolidamento dei risultati storici in termini di redditività consenta di valutare gli investimenti in fondi specializzati nel capitale di rischio una diversificazione interessante rispetto altre forme di impieghi finanziari, meno rischiosi ma anche meno redditizi (come consolidato negli USA<sup>9</sup>), per una platea sempre più ampia di investitori e risparmiatori, a partire ovviamente dagli investitori di lungo termine<sup>10</sup> come i fondi pensione e le casse di previdenza.

### 2.3. Le caratteristiche dell'offerta

Il POR e la *VexA 2014* prevedevano di articolare l'intervento del POR nel capitale di rischio attraverso uno o più fondi di *seed capital* (operazioni di taglio minore, in imprese nei primi stadi di sviluppo) ed i uno o più fondi di *venture capital* (operazioni di taglio maggiore in imprese, in fase di sviluppo più avanzata).

In effetti un'industria finanziaria sviluppata nel settore del capitale di rischio, vede una serie di attori specializzati nelle diverse fasi di sviluppo dell'impresa, ma anche in diverse aree tecnologiche e mercati, la cui contemporanea presenza è peraltro un importante fattore di successo dell'intero mercato.



La presenza di operatori a monte o a valle del segmento di interesse per un singolo operatore, infatti, assicura un efficace mercato di "approvvigionamento" (*entry o deal flow*) e di "vendita" (*exit*) delle imprese oggetto di investimento. Si riporta una schematica rappresentazione di un mercato evoluto<sup>11</sup> (in questo

Risulta però che per effetto delle prassi delle Autorità di Vigilanza, gli obblighi di *compliance* e quindi i relativi costi, non siano sensibilmente minori ("*light*") rispetto alle SGR "tradizionali".

<sup>9</sup> La redditività storica dei fondi di Private Equity ed in modo ancora più accentuato quelli di Venture Capital è molto inferiore in Europa rispetto gli USA "[2013 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study](#)", 24 June 2014, EVCA & Thomson Reuters.

<sup>10</sup> Si veda a tale proposito l'ampio programma della Commissione Europea per una Europa dei capitali (Capital Market Union – CMU) ed in particolare le iniziative riguardanti i fondi di investimento a lungo termine (European Long Term Investment Funds – ELTIF) e il Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici (FEIS).

<sup>11</sup> By Kmuehmel, VC20 - [https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Startup\\_financing\\_cycle.svg](https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Startup_financing_cycle.svg), CC BY-SA 3.0, <https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=41190293>

documento per *early stage* si intende, tuttavia, un segmento che comprende le imprese che non hanno ancora raggiunto il punto di pareggio e che si trovano dunque, nella “valle della morte”).

Questa specializzazione e diversificazione, tuttavia, è risultata piuttosto irrealistica rispetto alle caratteristiche degli operatori attualmente presenti sul mercato italiano, ed a maggior ragione su quello regionale. Come anticipato, gli operatori, anche per effetto della pressione regolamentare e dell'intervento di FII e FEI, stanno infatti avviando un processo verso dimensioni maggiori che non consentono, in un mercato debole come quello italiano, di focalizzarsi solo su determinate fasi di sviluppo dell'impresa (si assiste viceversa a qualche operatore specializzato per aree tecnologiche o di mercato).

Quanto descritto non va inteso nel senso che qualunque operatore realizzi operazioni di qualsiasi dimensione e tipologia, ma nel senso che delle rigide distinzioni tra *seed* e *venture capital* possono ostacolare l'efficacia degli SF, laddove lo scarso spessore del mercato impedisce ancora la pur desiderabile differenziazione tra gli operatori.

Rimane comunque importante tenere conto che per lo sviluppo di un mercato efficiente occorre stimolare diversi operatori che si collocano su una catena ideale che parte dall'offerta sul territorio di servizi per “portare le buone idee al mercato” (anche in sinergia con acceleratori o assimilabili) e si conclude, in caso di *exit* di successo, con l'inserimento delle imprese oggetto di investimento in posizioni importanti (o perlomeno promettenti) nelle catene globali di creazione del valore (inserimento ovviamente favorito laddove l'operatore abbia forti relazioni internazionali utili anche per impostare alleanze strategiche).

Piuttosto che tramite rigidi schematismi è quindi risultato opportuno impostare le strategie di investimento pubbliche tenendo in debito conto che un offerta di capitale di rischio efficiente debba vedere più operatori che si situano in modo equilibrato e complementare lungo una catena (o “*deal flow*”) caratterizzata da due polarità, che per semplicità potremmo definire “*local*” (o “*startup puro*”) e “*global*” (o “*scale up*”), e caratterizzate da diversi *modus operandi* (sia pure lungo un *continuum* non artificialmente segmentabile).

Local		Global
minore	intervento finanziario	maggiore
maggiore	contenuto servizi	minore
locale	relazioni	internazionale
maggiore	agilità	minore

Queste due polarità trovano una certa corrispondenza con il maggior favore per gli interventi pubblici nelle imprese più giovani previsto dalla normativa comunitaria in materia di aiuti di Stato per il finanziamento al rischio (e per la corrispondente offerta più dedicata all’ “*early stage*” piuttosto che al “*later stage*”), più che lontane dal raggiungere il punto di pareggio ed uscire dalla “valle della morte”. Tale maggiore favore è dovuto all'accentuarsi del fallimento di mercato nel fornire adeguati finanziamenti alle imprese con una scarsa o inesistente storia finanziaria, che ovviamente richiede un impegno da parte dei finanziatori o investitori notevolmente maggiore rispetto alle normali pratiche di valutazione del merito di credito, basate prevalentemente sui dati storici di bilancio (e perciò automatizzabili).

La nuova normativa comunitaria in materia di aiuti di Stato per il finanziamento al rischio esprime questo maggior favore in termini di partecipazione del capitale pubblico negli investimenti congiunti con il capitale privato, partecipazione che è consentita con apporti maggiori nelle imprese che non operano in alcun mercato (art. 21 del Reg.(UE) 651/2014 o “RGE”). Essa inoltre, introducendo la possibilità di concedere contributi a fondo perduto accessori per i costi di esplorazione (art. 24 del RGE) che pesano soprattutto sugli operatori quali gli investitori-acceleratori, riconosce l'importanza di sostenere l'originazione delle

opportunità di investimento (cd. “*deal flow*”) e quindi l’attività degli operatori concentrati sulla polarità “*local*”.

Come più ampiamente evidenziato nel documento di cui all’appendice 3, sul territorio laziale si assiste ad una certa vivacità da parte degli operatori privati proprio sulla polarità “*local*” e si osserva, piuttosto, una scarsità di operatori capaci, a volte anche solo per la loro localizzazione geografica, di seguire le imprese nei successivi e finanziariamente più consistenti *round* di investimento.

Un'altra dimensione utile per definire gli obiettivi della strategia di investimento, è data dal fatto che il capitale privato preferisce imprese molto scalabili, che non richiedono grandi investimenti iniziali (quali quelli in immobilizzazioni materiali tipiche del settore manifatturiero) e che non prevedono una grande incidenza di costi fissi a regime (quali quelli per il personale). In sostanza tale comportamento, evidenziato anche nella gestione del Fondo I.3, favorisce investimenti nella *digital economy* (con *revenues model* molto scalabili, tipicamente b2c/b2b2c, investimenti e costi per il personale contenuti) o in imprese-progetto, ovvero imprese impegnate a sviluppare un nuovo prodotto (ad esempio un nuovo principio attivo farmaceutico), ma con l'intenzione di vendere tale *asset* (o la società che lo contiene), piuttosto che di impegnarsi nelle successive fasi di produzione e commercializzazione (imprese che per semplicità possiamo definire in generale più “volatili”).

Ciò determina un investimento sub ottimale per le imprese del settore manifatturiero, la cui stessa materialità dei prodotti comporta inevitabilmente *revenue model* meno scalabili, e spesso anche per quelle i cui progetti hanno un elevato tasso di innovazione tecnologica (*high-tech*), tasso che inevitabilmente rappresenta un maggiore fattore di rischio e tempi più lunghi per arrivare sul mercato. Tali imprese, che per semplicità possiamo definire più “resilienti”, sono peraltro maggiormente radicate nel territorio in media ed hanno impatti occupazionali maggiori e più stabili, sia direttamente sia per il ruolo trainante che esercitano sull'indotto e sulle filiere locali (tra cui gli operatori R&D).

Le stesse istituzioni europee<sup>12</sup>, hanno riconosciuto tali investimenti nelle e delle imprese “resilienti”, sub ottimale, ponendosi come obiettivo di riportare il livello di industrializzazione medio dei paesi dell’UE dal 15% del PIL<sup>13</sup> al 20% del PIL entro il 2020, sottolineando come il settore manifatturiero rappresenti una leva fondamentale dell’economia europea, da cui dipendono: il 15% del Valore Aggiunto; il 14% dell’occupazione; il 60% della crescita della produttività; il 65% delle esportazioni ed il 67% degli investimenti in R&D.

- fallimento di	polarità local imprese volatili	polarità local imprese resilienti

<sup>12</sup> Parlamento Europeo ([Risoluzione del 15 gennaio 2014 sulla reindustrializzazione dell'Europa per promuovere la competitività e la sostenibilità](#)) e Commissione Europea (COM(2012) 582 final "Un'industria europea più forte per la crescita e la ripresa economica" del 10.10.2012 e COM (2014) 14 final "[Per una rinascita industriale europea](#)" del 22.1.2014).

<sup>13</sup> Nel Lazio l’incidenza del contributo dell’industria in senso stretto sul PIL, è ben inferiore (8% nel 2012).

polarità global imprese volatili	polarità global imprese resilienti
-------------------------------------	--

- investimento subottimale +

Possiamo quindi rappresentare la situazione descritta in una griglia data dalle due dimensioni riguardanti il fallimento di mercato (global – local) e l’investimento subottimale (volatili – resilienti<sup>14</sup>).

E’ necessario quindi un intervento pubblico articolato, capace di sfruttare le possibilità offerte dalla disciplina di riferimento, più favorevole per gli interventi in imprese giovani, ma anche teso a far evolvere l’ecosistema in modo bilanciato tra le

polarità “local” (tramite la crescita o nascita di operatori radicati nel territorio) e “global” (tramite l’attrazione della presenza sul territorio, anche se non esclusiva, di operatori già affermati), quanto verso gli investimenti in imprese “resilienti” tendenzialmente di maggiore interesse pubblico. Allo stesso tempo l’intervento deve essere equilibrato (e flessibile) rispetto all’iniziativa privata e alla forza che hanno (e avranno da qui fino al 2023) i diversi anelli della catena nel mercato del Lazio, nella consapevolezza che la forza della intera catena è data da quella dell’anello più debole.

## 2.4. Interventi pubblici

Come si è anticipato l’intervento pubblico nazionale di maggiore rilievo risulta essere quello realizzato dalla SGR di iniziativa pubblica (ma a maggioranza privata ed operante secondo il principio dell’investitore di mercato) Fondo Italiano di Investimento (FII) che opera anche sulla base di un accordo di cooperazione con il FEI ed in coordinamento con la CdP, Banca di promozione nazionale nell’ambito del Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici “FEIS” (per maggiori dettagli si vedano gli appositi box in l’appendice I).

Un primo veicolo (FII UNO), costituito nel 2010, pur avendo una vocazione generalista e più da *private equity* (il target della strategia di investimento diretta erano le *mid-cap*), ha avviato anche una operatività indiretta sul segmento dell’*early stage*, operando su questo segmento come Fondo di Fondi ed investendo circa 70 milioni in 5 fondi di venture capital, a cui si sono affiancati 120 milioni di euro FEI, per una raccolta target di 530 milioni di euro per il complesso dei 5 fondi. Nel settembre del 2014 è stato creato un Fondo di Fondi esclusivamente dedicato al *venture capital* che ha un obiettivo di 150 milioni di euro di raccolta (spicca tra i sottoscrittori CdP con 50 milioni di euro) ed ha investito 43 milioni di euro in 4 fondi a cui si aggiungono 90 milioni di euro investiti da FEI, per una raccolta target di 440 milioni di euro. Complessivamente risulta mobilitato quasi un miliardo di euro, che ha prodotto investimenti in 75 imprese target (circa 2.000 addetti, di cui la metà in Italia) per circa 190 mil. (fonte FII, dati aggiornati a febbraio 2016).

L’iniziativa di FII (sostenuta per oltre il doppio dal FEI) è molto focalizzata sulla raccolta e *market oriented* nell’allocazione (come testimonia la presenza di oltre metà degli addetti delle imprese investite all’estero).

Le altre iniziative nazionali (es. Invitalia Venture I, per la quale si veda l’apposito box in appendice I) o regionali sono piuttosto concentrate nei fondi che investono direttamente in imprese e presumibilmente sono proprio le iniziative regionali che, per effetto dei vincoli che devono porre sulla concentrazione territoriale degli investimenti, maggiormente ricorrono a condizioni di vantaggio per gli investitori utilizzando le opportunità offerte dalla normativa in materia di aiuti di Stato.

Per quanto riguarda interventi pubblici nazionali che prevedono aiuti di Stato per l’investimento nel capitale di rischio, essi risultano limitati alle agevolazioni fiscali per chi investe nelle Startup Innovative (articolo 29 del decreto legge 179/2012 ed aiuto di Stato SA.36866, cui è previsto un potenziamento, che risulta ancora non autorizzato, a partire dal 2017). Tale intervento non risulta interferire con gli SF in esame<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Questo investimento sub ottimale può comprendere anche gli investimenti in imprese che intendono introdurre significative innovazioni ma relativamente “mature”, se non altro per effetto dei maggiori costi di *due diligence* sulla situazione pregressa.

<sup>15</sup> Nel primo anno di applicazione (2013), risultano investimenti agevolati per 13,6 Mil. con una perdita di gettito fiscale di 2,8 mil. ([Relazione annuale startup e PMI innovative 2015 del Ministero dello Sviluppo Economico al parlamento](#)).

Possono invece interferire le misure volte a favorire l'accesso al credito alle Startup Innovative, come ad esempio il Fondo Centrale di Garanzia ma soprattutto iniziative come Smart & Start che offrono credito agevolato, probabilmente preferito da quelle imprese che non intendono confrontarsi con l'impegnativo mercato del capitale di rischio. Smart & Start risulta tuttavia avere esaurito la dotazione finanziaria per il centro nord e non si hanno ad oggi notizie di un suo eventuale rifinanziamento.

## 2.5. Aiuti di Stato

L'elevato volume di investimenti obiettivo, rispetto ai dati più recenti, richiede senz'altro di attivare le potenzialità offerte dalla normativa comunitaria in materia di aiuti di Stato e segnatamente quella prevista all'art. 21 (aiuti al finanziamento del rischio) del RGE per incentivare sufficientemente "il settore privato a fornire finanziamenti alle imprese" (art. 37 (4) del CPR) sotto forma di capitale di rischio. Tale normativa reca istruzioni molto dettagliate sugli interventi pubblici possibili ed ormai non si scorgono motivi che giustificano un aiuto di Stato notificato.

La struttura degli "aiuti al finanziamento del rischio" è:

1. gli investimenti nelle imprese, che devono essere PMI non quotate, sono realizzati a parità di condizioni di ingresso dal capitale pubblico e privato<sup>16</sup>, a livello di fondo (cd. "cofinanziamento" o "co-funding") o a livello di singolo investimento (cd. "coinvestimento") fino ad un massimo complessivo (pubblico e privato) di 15 milioni per impresa anche in più round;
2. la partecipazione percentuale all'investimento del capitale pubblico è funzione di tipologie di investimento predefinite e non può superare il;
  - a. 90%, per le imprese che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale (in seguito per semplicità anche "imprese ammissibili A");
  - b. 60%, per le imprese che operano in un mercato qualsiasi da meno di sette anni dalla prima vendita commerciale (in seguito per semplicità anche "imprese ammissibili B");
  - c. 40%, (i) per le imprese che richiedono, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, un investimento complessivo (pubblico e privato) superiore al 50% al fatturato medio annuo degli ultimi cinque anni e, solo in caso di investimenti ulteriori (cd. "follow on")<sup>17</sup>, e (ii) per le imprese che operano in un mercato qualsiasi anche da più di sette anni dalla loro prima vendita commerciale ed a condizione che tali investimenti ulteriori erano previsti nel *business plan* iniziale e che l'impresa target non sia diventata grande impresa per effetto di una nuova impresa collegata<sup>18</sup> (in seguito per semplicità anche "imprese ammissibili C").

---

Anche se è lecito attendersi dei volumi in crescita negli anni successivi, il taglio medio (40.000 euro circa per *start-up*) ma soprattutto la prevalenza di investitori persone fisiche, che è strutturale in quanto per gli investitori imprese i vantaggi sono limitati (per effetto delle norme sugli aiuti di Stato), non fa ritenere che tale iniziativa sia in contrasto con la strategia qui delineata.

<sup>16</sup> Gli investitori privati devono essere indipendenti rispetto le imprese ammissibili e comprendono "le istituzioni finanziarie, a prescindere dall'assetto proprietario, a condizione che sostengano interamente il rischio relativo al proprio investimento" (art. 2, p. 72 del RGE, in altri termini non è importante la natura giuridica, pubblica o privata, ma il rispetto del principio comunitario dell'operatore di mercato).

<sup>17</sup> "Follow-on investments under the risk finance rules are only allowed for eligible undertakings that have received an initial risk finance investment in the period prior to their first commercial sale up to 7 years thereafter. If a follow-on investment is made in the period prior to first commercial sale, the aggregate private participation rate of Article 21, paragraph 10 (a) applies. If a follow-on investment is made in the period up to 7 years after first commercial sale, the aggregate private participation rate of Article 21, paragraph 10 (b) applies. A follow-on investment may be made even after the initial 7-year period, but in this case, pursuant to Article 21, paragraph 10 (c), the risk finance measure must leverage additional independent private finance representing at least 60% of the follow-on risk finance investment (General Block Exemption Regulation (GBER) Frequently Asked Questions n. 107, Commissione Europea).

<sup>18</sup> Sostanzialmente è consentito che l'impresa diventi di grandi dimensioni per effetto della propria crescita endogena ma non per effetto di acquisizioni (attive o passive).

Sono ammissibili investimenti in nuovo capitale (cd. "equity") o assimilabile (cd. "quasi-equity") e anche per il capitale di sostituzione (cd. "replacement") ma quest'ultimo solo nella misura del 50% del singolo investimento<sup>19</sup>;

3. la gestione dello strumento finanziario è conforme ai principi della "gestione commerciale" e dell' "orientamento al profitto" (commi 14 e 15) tipiche degli intermediari privati specializzati che devono essere selezionati mediante una procedura competitiva e remunerati in base ai profitti dei fondi gestiti secondo schemi di mercato (comma 12), in modo che la scelta dei singoli progetti non sia influenzata da logiche pubbliche diverse da quelle espresse individuando preliminarmente le tipologie e la strategia di investimento<sup>20</sup>;
4. è possibile una ripartizione di perdite e profitti favorevole ai capitali privati ma è fissata al minimo necessario e deve essere quindi individuata mediante procedure competitive (comma 13).

Soprattutto in questo ultimo punto c'è una perfetta coincidenza con l'ultima parte dell'art. 37 (2) (b) del CPR che prevede che la VexA sugli SF debba valutare "la necessità di remunerazione preferenziale, e del relativo livello, intesa ad attrarre risorse complementari da investitori privati e/o una descrizione del meccanismo che sarà impiegato per stabilire la necessità e l'entità di tale remunerazione preferenziale, quale una procedura di valutazione competitiva o adeguatamente indipendente".

Si tratta di un punto centrale nella definizione di SF per il capitale di rischio efficienti ed efficaci in quanto è l'effettiva leva con cui l'intervento pubblico può migliorare il profilo rendimento/rischio di investimenti altrimenti non accettabili dal capitale privato ed è quindi l'arma che consente concretamente di incentivare "il settore privato a fornire finanziamenti alle imprese" in misura addizionale rispetto quanto farebbe in mancanza di intervento. Tale punto sarà affrontato al Capitolo 5.

Qui occorre invece puntualizzare che per soddisfare la condizione posta dall'art. 21(13) (a) del RGE (attuazione tramite uno o più intermediari finanziari) non si fa riferimento alla disciplina dei mercati finanziari ma piuttosto a norme sostanziali atte a garantire l'osservanza dei migliori standard di professionalità richiesti sul mercato per operazioni simili<sup>21</sup> e, soprattutto, l' "orientamento al profitto" e la "gestione commerciale" da parte del management dello SF, fermi restando i vincoli del mandato pubblico codificati nell'Accordo di Finanziamento.

Appare di speciale rilievo che, nel corso della notifica dell'aiuto di Stato N. 722/2009 approvato dalla Commissione Europea con Dec. C(2010) 6068 dell'1/9/2010, riguardante l'operatività del Fondo I.3, è stato ritenuto rispettato l' "orientamento al profitto" e la "gestione commerciale" di una gestione affidata ad una società *in house provider* a condizione che le decisioni rilevanti, in particolare quelle riguardanti gli investimenti ed i disinvestimenti, fossero assunte da un organo collegiale composto da membri esperti ed indipendenti (in seguito il "Comitato di Investimento"), selezionati mediante una procedura competitiva e remunerati in ragione dei risultati finanziari del Fondo (cd. "*performance fee*" come d'altra parte d'uso sul mercato)<sup>22</sup>.

<sup>19</sup> Gli investimenti in *equity*, *quasi-equity*, di capitale di sostituzione e di investimento ulteriore sono rispettivamente definiti ai p. 74, 66, 78 e 77 dell'art. 2 del RGE.

<sup>20</sup> "Devono essere messi in atto meccanismi adeguati per escludere ogni possibile interferenza dello Stato nella gestione quotidiana del fondo pubblico", ultimo periodo del p. 41 degli Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio (GUUE 2014/C 19/4).

<sup>21</sup> In tal senso vanno letti i riferimenti dell'art. 38 (5) del CPR al Reg. (UE) 966/2012 nell'ambito del consolidato principio comunitario dell'investitore di mercato da ultimo ribadito, ad esempio, nella COM(2015) 361 del 22.7.2015 "Lavorare insieme per la crescita e l'occupazione: il ruolo delle banche nazionali di promozione a sostegno del piano di investimenti per l'Europa" ed in particolare nel capitolo 2.2.

<sup>22</sup> All'esito della prenotifica dell'aiuto SA 42250 (2015/PN), riguardante l'operatività del medesimo Fondo I.3 alla luce degli intervenuti "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio", la Direzione Generale Concorrenza della Commissione Europea (nota COMP/H2/MB/as/2015/070419 del 15/7/2015) ha ritenuto tale Fondo compatibile con l'art. 21 del RGE a condizione, tra l'altro, di adeguare la definizione

In pratica l' "attuazione tramite uno o più intermediari finanziari" di una misura di finanziamento al rischio è attuabile da un "in house provider" ma a condizione che siano ben distinte le funzioni, i poteri e le responsabilità tra gestore-titolare dei rapporti giuridici (Lazio Innova nel caso di specie) e il gestore-management (Comitato di Investimento) con le caratteristiche che assicurino il rispetto del principio dell'investitore di mercato e dei (sub) principi sopra richiamati. Tale distinzione ha importanti effetti anche sui confini tra le attività e le decisioni che rientrano o meno nel procedimento amministrativo, in quanto le valutazioni sul merito di profittabilità delle opportunità di investimento risultano sottratte al procedimento amministrativo che consiste nell'individuare il "management del fondo", nel creare una cornice di incentivi e disincentivi atta ad allinearne le decisioni agli obiettivi di interesse pubblico ma senza interferire nelle singole decisioni riguardanti le imprese ammissibili oltre, ovviamente, nel controllare che le disposizioni contenute nell'accordo di finanziamento siano rispettate.

Occorre infine sottolineare come esista l'opportunità, offerta dall'art. 24 del RGE, di prevedere una combinazione con aiuti ai costi di esplorazione. Si tratta di sovvenzioni (contributi a fondo perduto) concedibili fino ad un massimo del 50% "dei costi sostenuti per la verifica iniziale e le procedure formali di due diligence svolte dai gestori degli intermediari finanziari o dei gestori allo scopo di individuare le imprese ammissibili ai sensi degli articoli 21 e 22" quali ad esempio le attività rivolte a ricercare opportunità di investimento (es. *challenge*, etc.) o ad irrobustire quelle che presentano profili interessanti, ma sono ancora immature (accelerazione, *mentorship*, *coaching*, etc.).

---

delle imprese ammissibili e di avere la "conferma della selezione del *management* del fondo sulla base di una procedura aperta e non discriminatoria".

### 3. Lezioni dall'esperienza

Valutazione delle lezioni tratte dall'impiego di strumenti analoghi e dalle valutazioni ex ante effettuate in passato dagli Stati membri, compreso il modo in cui tali lezioni saranno applicate in futuro.

Lettera c), comma 2 art. 37 CPR

#### 3.1. L'esperienza del fondo di venture capital POR 2007-2013 misura I.3

Il Fondo I.3 è stato costituito a fine 2011 sulla base di un apposito aiuto notificato (N722/09), secondo un modello che ha anticipato sostanzialmente la “*coinvestment facility*” come SF “con termini e condizioni uniformi” per gli interventi nel capitale di rischio (ex art. 38 (3) (a) del CPR cd. “*off the shelf*”)<sup>23</sup> e l'apertura al modello dell'associazione del necessario capitale privato a livello di singola impresa ammissibile (coinvestimento) come aiuto di Stato esente.

Il Fondo I.3 è, infatti, un veicolo di investimento interamente pubblico, dotato inizialmente di 20 milioni di euro poi incrementati a 24 milioni di euro a fine 2013, che investe nelle singole imprese obbligatoriamente con dei coinvestitori privati. Le condizioni di investimento (prezzi, etc.) sono le stesse del coinvestitore privato che però ha un trattamento preferenziale sulle somme disinvestite, in particolare una ripartizione favorevole in caso di profitti e tanto più a suo favore quanto più i profitti sono alti.

Al 28/02/2017 il Fondo I.3 ha sostanzialmente esaurito la dotazione disponibile (al netto dei costi di gestione), realizzando 36 investimenti in 33 imprese, per circa 20,4 milioni di euro e mobilitando circa 10 milioni di euro di investimenti congiunti da parte dei coinvestitori privati. Complessivamente sono, pertanto, più di 30 milioni di euro di investimenti nel capitale di rischio, con un taglio medio per impresa pari a circa 940.000 Euro e 630.000 Euro, circa i due terzi, di quota pubblica.

L'80% delle richieste riguarda progetti di startup capital ed il 90% delle 33 imprese investite erano in fase di *early stage* al momento del primo investimento del Fondo I.3. La larga prevalenza degli investimenti, l'88%, ha riguardato imprese operanti nei settori ad alta intensità della conoscenza. Spicca tra di essi il settore dell'*Information and Communications Technology* (ICT) con 17 imprese investite, seguito dal *manufacturing* con 6 imprese e l'*entertainment* con 4 imprese. I settori del *marketing*, del *biopharmaceutical* e dell'*investment* registrano 2 imprese ciascuno.

I coinvestitori con cui il Fondo POR I.3 ha operato maggiormente sono stati i *family office* e le *holding* di investimento, seguiti dai *business angels*, molto spesso in *pool*. Nel 16% dei casi il coinvestitore è un fondo di *venture capital*, mentre nel 12% dei casi il coinvestitore è un'impresa non finanziaria, spesso operante in settori affini.

Analizzando i dati aggregati di bilancio relativi al 2015 (ultimo esercizio disponibile), con riferimento alle 23 imprese oggetto di investimento del Fondo I.3 entro il 2014 (con un possibile impatto quindi sui risultati 2015) per un totale di 14,1 milioni di euro, emerge un fatturato pari a 14 milioni di euro, il 190% in più del fatturato 2011 (4,8 milioni di euro) ed un costo per il personale di 5,7 milioni di euro, il 483% in più del 2011 (poco meno di un milione di euro).

In appendice 2 sono riportati i dati più di dettaglio e le relative analisi sull'operatività ed i risultati del Fondo I.3.

Qui preme evidenziare che dalla esperienza derivante dalla gestione di tale Fondo, complessivamente più che soddisfacente data anche la sua natura “pionieristica” nei meccanismi di coinvolgimento del capitale privato, si possono comunque rilevare delle lezioni su aspetti che possono essere oggetto di miglioramento:

1. la necessità di garantire entro un certo termine le *exit* del fondo, hanno spesso indotto a prevedere obbligazioni a carico dei soci fondatori e/o dei coinvestitori (tramite patti parasociali, etc.) che non corrispondono agli *standard* di mercato, creando quindi difficoltà nel chiudere i *deal* anche in presenza di buone opportunità di investimento. Si può ascrivere a questo motivo, in particolare, la relativamente scarsa presenza di investimenti del Fondo I.3 che vedono come coinvestitore veicoli di investimento

<sup>23</sup> [Reg. \(UE\) 1157/2016](#) che modifica il Reg. (UE) 964/2014

vigiliati. La nuova regolamentazione in materia di aiuti di Stato non impone più di acquisire solo partecipazioni (pubblico-private) “di minoranza e temporanee” e ciò dovrebbe facilitare l’allineamento con le prassi di mercato, soprattutto in caso di coinvestimento con fondi vigilati per i quali, come d’altra parte per il Fondo pubblico, rimane comunque l’esigenza di assicurare una *exit* in tempi compatibili con il ciclo di investimento e disinvestimento concordato con i suoi investitori. In particolare si potrà ricorrere a meccanismi meno rigidamente predefiniti e adattarsi a quelli via via previsti dai coinvestitori. Anche le nuove possibilità di effettuare operazioni di *follow on* o di fornire, sia pur parzialmente, capitale di sostituzione nei *round* successivi, potranno aumentare le reali possibilità di *exit*.

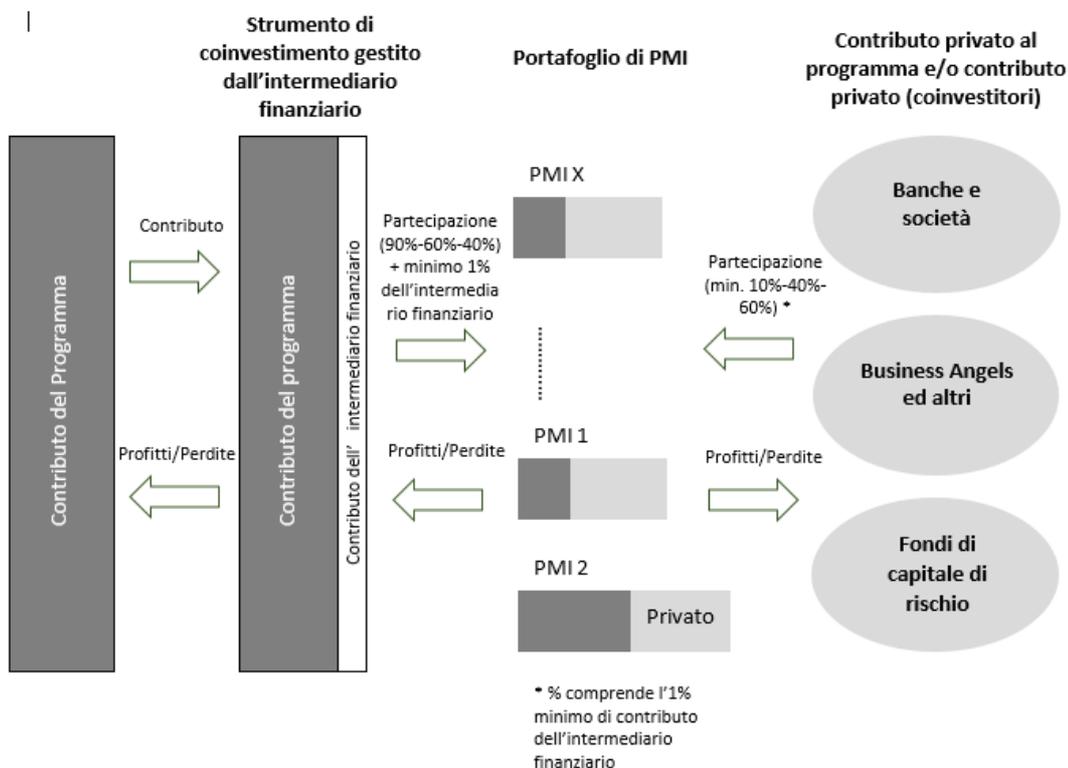
2. Le decisioni del Comitato di Investimento sono state condizionate da un sistema di incentivi incentrato esclusivamente sulla redditività degli investimenti. Come già trattato è questo un elemento fondamentale per rispettare la normativa sugli aiuti di Stato, ma appare opportuno che il sistema degli incentivi tenga anche in debito conto gli obiettivi peculiari dell’intervento pubblico. In primo luogo è opportuno che nel sistema incentivante siano temperati anche gli obiettivi di spesa del POR ed in secondo luogo potrebbero essere valutati altri incentivi concorrenti, che tengano conto degli altri obiettivi di risultato del POR favorendo la selezione di imprese più “resilienti” e più fortemente ed autenticamente radicate nel territorio del Lazio (si veda l’ultima parte del paragrafo 2.3), il radicamento di operatori specializzati nel territorio o un maggiore effetto moltiplicatore.
3. L’operatività del fondo prevedeva che fossero prese in considerazione solo operazioni di investimento per le quali già era stato individuato un coinvestitore interessato (per le imprese senza coinvestitore era prevista solo una assistenza nell’individuare un eventuale coinvestitore tra quelli preventivamente iscritti in un apposito elenco) e l’entità della ripartizione di perdite e profitti favorevole ai capitali privati era prefissata sulla base di determinate caratteristiche delle imprese ammissibili. All’esito della già accennata prenotazione dell’aiuto SA 42250 (2015/PN), la Direzione Generale Concorrenza della Commissione Europea ha richiesto che l’entità della ripartizione di perdite e profitti favorevole ai capitali privati fosse invece minimizzata mediante una sorta di asta migliorativa tra più coinvestitori per la medesima operazione di investimento (una volta definita la sua struttura nel dettaglio con il coinvestitore iniziale). Si tratta di procedure che si sono rivelate piuttosto farraginose per le quali possono essere individuate alternative più efficaci nell’ambito di un più generale riassetto della funzione di *marketplace* del fondo e di Lazio Innova (anche in sinergia con altre iniziative regionali volte a favorire l’incontro tra finanziatori e *partner* ed i proponenti di *business* e soluzioni innovative).
4. Nella impostazione dei nuovi SF 2014-2020 appare opportuno distinguere ancora con maggiore chiarezza, a partire dalla impostazione dell’accordo di finanziamento e dagli avvisi rivolti ai destinatari finali, i confini tra procedimento amministrativo e le decisioni, con particolare riguardo agli elementi frutto di valutazioni sul merito di profittabilità degli investimenti, che invece sono assunte secondo i principi dell’investitore di mercato, della gestione commerciale e dell’orientamento al profitto.

### 3.2. La *coinvestment facility* ed altre esperienze di coinvestimento

Non si sono reperite altre esperienze nella gestione di Fondi pubblici di coinvestimento altrettanto consolidate o esposte con un grado di dettaglio sufficienti a ricavare lezioni utili rispetto a quelle derivanti dalla gestione diretta del Fondo I.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> D’altra parte nell’Issues Paper “[Revision of the State aid rules for SME access to risk finance](#)” del 22/11/2012 gli stessi uffici della Commissione dichiarano che l’aiuto notificato (N722/09) per il Fondo I.3 è stato il primo di una poi lunga serie di schemi di aiuti basati sul modello del fondo pubblico di coinvestimento (previsto come aiuto esente solo con l’approvazione del RGE del 26/6/2014) ed è quindi comprensibile e plausibile che il Lazio sia la regione europea con la maggiore esperienza specifica.

Come già accennato, il modello di intervento pubblico del Fondo I.3 ha peraltro sostanzialmente anticipato la *coinvestment facility* di cui si riporta la rappresentazione grafica presente nel Reg. (UE) 1157/2016.



Appare qui utile sottolineare che l'unica differenza con il Fondo I.3 è che la *coinvestment facility* prevede una partecipazione al rischio dell'intermediario finanziario gestore (come d'altra parte risulta in uso sul mercato ed anche per percentuali più consistenti rispetto l'1% ivi previsto).

Questo appare senz'altro un suggerimento di cui tenere debito conto ma ovviamente laddove il soggetto gestore sia una persona giuridica effettivamente terza rispetto alla Regione Lazio ed avendo cura di ricercare un rapporto equilibrato, anche sulla base degli *standard* di mercato, tra l'entità della partecipazione al rischio e l'entità delle commissioni, soprattutto quelle di base, riconosciute al gestore stesso.

Nel caso del Fondo I.3, ad esempio, alla società in *house provider* è riconosciuto esclusivamente un rimborso sui costi sostenuti (incompatibile quindi con il concetto di partecipazione al rischio, in mancanza della contropartita della partecipazione ai risultati), come da convenzione adottata dalle AdG italiane. D'altra parte non è nemmeno prevista una commissione di base da riconoscere ai membri indipendenti del Comitato di Investimento (ma solo un gettone di presenza per riunione), per cui l'impegno profuso da tali esperti indipendenti andava sostanzialmente a configurarsi come un apporto "in natura" al rischio, degnamente remunerato, tramite la *performance fee*, solo in caso di redditività degli investimenti.

### 3.3. Esperienze di cofinanziamento: il diverso orizzonte temporale dei fondi SIE rispetto al mercato

Altre esperienze utili sono state invece analizzate per quanto riguarda la gestione di fondi di investimento pubblici e privati (cofinanziamento o *cofunding*).

In primo luogo si sono verificate notevoli complessità nelle procedure di implementazione di fondi pubblici e privati che hanno dilatato spesso i tempi di realizzazione (talvolta si è reso necessario adeguare gli ordinamenti interni). Si sono osservate molte difficoltà ad applicare le regole del *public procurement* al caso particolare degli strumenti finanziari, soprattutto nei paesi con una minore tradizione nel campo delle *partnership* pubbliche private. Tali difficoltà hanno riguardato in modo particolare gli interventi riguardanti l'*equity*, dove la selezione dei fondi non può, per sua natura, riguardare i rendimenti attesi, i livelli di rischio

o altri parametri prestazionali basati sui risultati (incerti e futuri)<sup>25</sup>, ma si deve incentrare obbligatoriamente su aspetti qualitativi o tuttalpiù sui risultati storici (*track record*), del *management team*<sup>26</sup>.

E' questo d'altra parte il modello consolidato con cui FEI alloca le proprie risorse e quelle che gestisce su mandato delle Istituzioni UE, per quanto riguarda gli SF *equity*, il che richiede, peraltro, il possesso di *expertise* del tutto peculiari normalmente non tipicamente in possesso delle Pubbliche Amministrazioni<sup>27</sup>.

E' anche per questo motivo, oltre all'esigenza di avere strutture che consentano una adeguata flessibilità<sup>28</sup> e per promuovere la presenza sul territorio di una pluralità di operatori, che appare prevalentemente adottato il modello del Fondo di Fondi, o comunque il ricorso nell'attuazione a istituzioni pubbliche con una elevata specializzazione finanziaria ed in particolare nel mercato del *private equity* se non nell'*early stage*.

La lezione che sembra trarsi per i fondi cofinanziati è quella di cercare di adottare, ove consentito dalla regolamentazione, modelli di intervento il più possibile simili a quelli ordinari del mercato, avvicinandosi per quanto reso possibile dalla regolamentazione dei fondi SIE, ai modelli di allocazione delle risorse adottati da FEI<sup>29</sup>.

Le regole europee in materia di Fondi SIE, tuttavia, obbligano a prevedere delle differenze nei rapporti contrattuali del sottoscrittore pubblico rispetto a quelli dei sottoscrittori privati, già frutto, per i veicoli di investimento costituiti o in avanzata fase di costituzione, di delicati equilibri tra intermediario finanziario gestore e gli investitori privati nonché, per i veicoli assoggettati al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 "Testo Unico della Finanza" - TUF (o equivalenti europei), del rispetto delle regole e delle prassi determinate dalle autorità di vigilanza.

In primo luogo all'investimento sottoscritto con il contributo del POR deve corrispondere un ammontare di investimenti in imprese del Lazio (art. 70 e 71 del CPR) e ciò limita ovviamente la libertà di investire da parte del veicolo, in misura maggiore rispetto analoghi interventi nazionali ed europei.

Tale limitazione richiede quindi di offrire ai sottoscrittori privati una contropartita, nella forma di un trattamento preferenziale nella ripartizione dei profitti consentita dalla pertinente normativa sugli aiuti di Stato. Di conseguenza ciò richiede che le imprese del Lazio oggetto di investimento abbiano i requisiti previsti dalle norme sugli aiuti di Stato (art. 21 (5) del RGE) e che siano rispettati i moltiplicatori minimi ivi previsti (art. 21 (10) (11) del RGE).

<sup>25</sup> Non esistono infatti metriche, sviluppate nella prassi comunemente accettata né tantomeno validate dalle autorità di vigilanza, in grado di valutare "il merito di profittabilità" come invece esistono per la valutazione del "merito di credito".

<sup>26</sup> Gli argomenti qui trattati sono ricavati dai lavori del Progetto [FIN-EN](#) "Sharing Methodologies on Financial Engineering for Enterprises" (INTERREG IVC).

<sup>27</sup> "All'inizio del periodo di programmazione 2007-2013, in gran parte degli Stati membri le autorità pubbliche avevano solo un'esperienza limitata per la strutturazione e la gestione di strumenti rotativi in collaborazione con intermediari finanziari. In base agli audit espletati, si osserva che la maggior parte dei ritardi era dovuta alla lenta strutturazione interna degli strumenti finanziari, alle lunghe trattative con gli intermediari finanziari a veri livelli (spesso riconducibili alla definizione dei costi e delle commissioni di gestione), alle complesse procedure di appalto pubblico, all'incertezza circa la conformità alla normativa sugli aiuti di Stato, nonché alle difficoltà di ottenere contributi dal settore privato. In molti casi, i vari organismi coinvolti hanno avuto molto da imparare all'inizio e ci è voluto diverso tempo per conciliare gli interessi e le opinioni delle numerose parti in causa e arrivare a un accordo sulle strategie di investimento dello strumento" ("[L'esecuzione del bilancio UE tramite gli strumenti finanziari: insegnamenti utili del periodo di programmazione 2007-2013](#)" p. 93 e 94, Relazione speciale n. 19 2016, Corte dei Conti Europea).

<sup>28</sup> Sulla necessità di garantire una adeguata flessibilità si veda pg. 52 della VEXA 2016. E' evidente che tale esigenza è ancora maggiore laddove si intervenga su un mercato piccolo ed imprevedibile a causa della inaffidabilità statistica dei dati storici, come appunto il mercato degli investimenti *early stage* nel Lazio.

<sup>29</sup> "Come confermano i colloqui avuti dagli auditor della Corte e l'esame della letteratura, nel periodo di programmazione 2007-2013 il settore privato è rimasto riluttante a investire in strumenti finanziari perché questi erano considerati soggetti a una regolamentazione troppo rigida (ad esempio, la normativa specifica dell'UE e nazionale, anche in materia di aiuti di Stato e di appalti pubblici)" (p. 74, Relazione speciale n. 19 2016, Corte dei Conti Europea).

Ciò crea delle criticità laddove si intenda evitare di investire in veicoli dedicati esclusivamente al Lazio, che non avrebbero le dimensioni necessarie per diversificare i rischi ed ammortizzare efficientemente i costi di gestione<sup>30</sup>, dovendosi porre l'obbligo di raggiungere un ammontare minimo di investimenti in "imprese ammissibili" (al netto della quota di commissioni di gestione di spettanza e nel rispetto dei moltiplicatori).

Il richiamo delle quote sottoscritte da parte dell'intermediario finanziario e, quindi i versamenti da parte dei sottoscrittori, avviene tuttavia in proporzione alle rispettive quote e non è facilmente accettabile che il sottoscrittore pubblico abbia un trattamento differenziato. Far fronte e poi percepire pro quota i flussi di cassa è infatti un requisito essenziale per i veicoli di investimento collettivi, in quanto rende i rischi ed i rendimenti uguali per tutti i sottoscrittori. Occorre, pertanto, adottare particolari accorgimenti affinché l'obbligo di raggiungere un ammontare minimo di investimenti in "imprese ammissibili" sia rispettato.

In secondo luogo le "spese ammissibili" (sulle quali si ottiene il rimborso da parte del bilancio europeo) sono solo quelle corrispondenti agli investimenti nelle "imprese ammissibili" effettivamente pagati entro il 2023 (data di chiusura della programmazione 2014-2020), come stabilito all'art. 42 del Reg. (UE) 1303/2013.

Risulta tuttavia uso diffuso di mercato che i veicoli abbiano la facoltà di richiamare le quote sottoscritte fino alla data di chiusura prevista nel relativo regolamento, ben oltre il 2023, e che di fatto raramente richiamino, e quindi investano, l'intera quota sottoscritta (anche per percentuali rilevanti). E' frequente, infatti, soprattutto per i veicoli specializzati nell'*early stage*, che detti richiami avvengano anche durante il cd. *divestment period* per far fronte agli investimenti cd. *follow on*, spesso consistenti e particolarmente redditizi, dedicati a far crescere ulteriormente le imprese già oggetto di investimento e che registrano i risultati migliori. I regolamenti dei veicoli non prevedono che i sottoscrittori possano venire meno a tali impegni.

Alla luce di tale disallineamento temporale, l'art. 42 del Reg. (UE) 1303/2013 ai commi 3 e 4 ha previsto, innovando la precedente disciplina proprio per il caso di SF "azionari", la possibilità di considerare "spese ammissibili" anche gli importi accantonati in un *escrow account* per gli investimenti di *follow on* nelle imprese ammissibili già investite e le commissioni da pagarsi successivamente al 2023, tuttavia gli importi accantonabili sono soggetti a taluni limiti. Gli accantonamenti per *follow on* sono infatti consentiti solo a condizione che (i) la sottoscrizione dell'accordo di finanziamento sia avvenuta entro il 31/12/2017, (ii) gli investimenti ammissibili nelle imprese abbiano raggiunto almeno il 55% dell'importo sottoscritto dall'investitore pubblico entro il 2023 e (iii) l'importo dell'accantonamento non può superare il 20% di tale importo investito al 2023 (si veda anche il capitolo 6 "Risultati").

Tale soluzione non appare pienamente soddisfacente, risulta infatti che i fondi di private equity investano e richiamino, al termine dell'*investment period*, quote inferiori rispetto a quelle che consentirebbero al sottoscrittore pubblico di versare tutto l'importo sottoscritto entro il 2023, anche avvalendosi della possibilità di considerare spesa ammissibile gli accantonamenti nei limiti consentiti.

La possibilità di un intervento pubblico in modalità cofinanziamento, appare quindi condizionata dalle disponibilità di risorse cd. "*overbooking*", destinate a dare copertura certa agli importi sottoscritti dall'investitore pubblico che, nonostante tutti gli accorgimenti possibili, possano non tradursi in spese ammissibili e quindi ridurre gli attesi rimborsi da parte del FESR e del corrispondente cofinanziamento nazionale. Tale quota di risorse cd. "*overbooking*" da associare al contributo POR fin dall'inizio, potrebbero essere quelle provenienti dai disinvestimenti del Fondo POR I.3 a tal fine utilmente apportato al Fondo dei Fondi, e che la Regione Lazio ha peraltro l'obbligo di destinare alle medesime finalità (art. 78, 7 del reg. (UE) 1083/06), e "per buona prassi" sempre sotto forma di SF<sup>31</sup>.

<sup>30</sup> "[...] i singoli fondi specifici del FESR e dell'FSE spesso non hanno la massa che nel settore di riferimento è considerata critica per una gestione efficiente" (p. 57, Relazione speciale n. 19 2016, Corte dei Conti Europea)

<sup>31</sup> It is recommended therefore that the funding agreements referred to in section 2.4 of the note lay down adequate provisions regarding exit policies and winding-up provisions, to allow for the appropriate recycling of the resources attributable to the Structural Funds' contribution during consecutive investment cycles in order to maximise the effect of resources contributed to the financial engineering instrument. The Commission considers as good practice that

Infine il sottoscrittore pubblico con fondi SIE deve considerare che la spesa ammissibile per le commissioni di gestione è esclusivamente quella che rientra nelle soglie stabilite ai commi 2 e 3 del medesimo dell'art. 13 del Reg. 480/2013 anche nel caso in cui sottoscriva una quota di minoranza ma applichi la normativa sugli aiuti di Stato<sup>32</sup>.

Anche in questo caso è necessario adottare particolari accorgimenti per differenziare la posizione del sottoscrittore pubblico rispetto ai sottoscrittori privati, in quanto le commissioni di gestione normalmente praticate dai gestori agli investitori privati durante l'*investment period* sono mediamente il 2-2,5% degli importi sottoscritti, livello coerente con quello previsto, ma solo per i primi due anni, dal Reg. 480/2013 (art. 13, 2, a, i). Negli anni successivi l'importo delle commissioni di gestione che costituisce spesa ammissibile non può superare la somma dell'1% dell'importo sottoscritto e il 2,5% degli importi investiti nelle imprese ammissibili (art. 13, 2, a, i), modalità di calcolo, pertanto, non in linea con le prassi di mercato e che anche in questo caso renderebbe opportuno il ricorso a risorse cd. "overbooking"<sup>33</sup>.

Gli accorgimenti necessari per differenziare i rapporti contrattuali tra sottoscrittori pubblici e privati devono, infatti, avere cura di non apportare eccessiva complessità e inficiare il principio di parità che ispira il funzionamento degli organismi di investimento collettivi, così da non scoraggiare la partecipazione alla procedura competitiva da parte dei già poco numerosi veicoli di investimento dedicati al *venture capital*, soprattutto ove ciò richiedesse una revisione, dagli esiti incerti, delle autorizzazioni già concesse (o in avanzata fase di istruttoria) da parte delle autorità di vigilanza.

In mancanza di accorgimenti che possano risultare accettabili dai gestori e dai sottoscrittori privati, si ritiene che, per poter garantire il rispetto dei vincoli imposti dalla regolamentazione UE di riferimento, sia necessario che le risorse *overbooking* siano sufficienti a coprire circa il 30% dell'importo sottoscritto dai soggetti pubblici.

---

resources returned from investments attributable to the Structural Funds contribution to financial engineering instruments shall be re-used in the region(s) covered by the operational programme and that re-use should be through financial engineering instruments, with a view to ensuring further multiplier and recycling of public money (p. 5.2.7 e 5.2.8 [COCOF 10-0014-05-EN 21/02/2011](#)).

<sup>32</sup> Il medesimo art. 13 del Reg. (UE) 480/2013, al comma 5, prevede la possibilità di considerare spesa ammissibile, in deroga alle soglie stabilite nei precedenti commi, nel caso di sottoscrizione di una quota di minoranza ed a condizione che l'investimento pubblico e privato avvenga *pari passu*. Nel caso in cui l'unica differenza tra investitori pubblici e privati è un trattamento preferenziale per gli investitori privati nella ripartizione dei profitti, pareva potersi ritenere rispettata la ratio della norma, laddove presume che le commissioni già concordate dagli investitori privati con l'intermediario finanziario fossero da considerarsi a condizioni e prezzi di mercato. Gli uffici della Commissione hanno tuttavia chiarito che l'investimento pubblico e privato deve avvenire *pari passu* in tutti i suoi aspetti, facendo notare che per la differenza si poteva far fronte con i rientri.

<sup>33</sup> Anche per le commissioni da pagare nel periodo successivo alla chiusura è possibile accantonare gli importi in un escrow account dedicato che costituisce spesa ammissibile ma limitatamente al fabbisogno dei 6 anni successivi (come stimate al momento della chiusura). E' uso del mercato calcolare queste commissioni, di norma l'1%, sulla base del *net asset value* (valore di carico delle partecipazioni ancora in portafoglio eventualmente decurtato dalle svalutazioni), che per quei veicoli che prevedono la possibilità di effettuare investimenti di *follow on* anche nel *divestment period*, per loro natura particolarmente consistenti, può quindi incrementarsi rispetto quanto prevedibile al termine dell'*investment period* (che non è detto, peraltro, che coincida con il 31/12/2023),

## 4. Strategia di investimento

Strategia di investimento proposta, compreso un esame delle opzioni per quanto riguarda le modalità di attuazione ai sensi dell'articolo 38, i prodotti finanziari da offrire, i destinatari finali e, se del caso, la combinazione prevista con il sostegno sotto forma di sovvenzioni.

Lettera d), comma 2 art. 37 CPR

### 4.1. Cofinanziamento

Il necessario *matching* tra capitali pubblici e privati può avvenire a livello di fondo di investimento (cofinanziamento) oppure, come si è già avuto modo di sottolineare e per effetto delle nuove norme sugli aiuti di Stato, mediante un fondo prevalentemente pubblico, a livello di singoli investimenti nelle imprese ammissibili (coinvestimento).

In linea generale il modello di cofinanziamento ha il pregio di radicare (anche prevedendo vincoli in tal senso) uno o più operatori sul territorio in un medio periodo, ma può avere lo svantaggio, specialmente in mercato di scarso spessore, di incoraggiare la presenza di un solo operatore (o di un numero limitato di operatori) ed al limite di scoraggiare altri operatori concorrenti. Anche per questo la gran parte delle iniziative europee che hanno prescelto il modello del cofinanziamento hanno adottato prevalentemente una struttura di Fondo dei Fondi ed una strategia flessibile, tale da favorire la nascita o il consolidamento di una pluralità di operatori (nell'ampio corso dei periodi settennali di programmazione).

Considerando i lunghi tempi che richiede il *set up* di un veicolo di investimento regolamentato (sia per il *fund raising* che per ottenere le autorizzazioni ad operare da parte delle autorità di vigilanza<sup>34</sup>), appare necessario, anche per rispettare la tempistica di spesa dei fondi SIE<sup>35</sup>, selezionare quelli che risultano in avanzata fase di costituzione o costituiti ed assumere partecipazioni percentualmente non di maggioranza, a cui dovranno corrispondere, ovviamente, investimenti nel Lazio nelle proporzioni stabilite dalle norme sugli aiuti di Stato, ma senza che ciò impedisca loro di investire anche in altri territori, diversificare adeguatamente i rischi e, come già sottolineato, avere dimensioni che consentano una gestione efficiente.

Se il modello del cofinanziamento appare preferibile, con dette accortezze, anche perché più rispettoso degli equilibri di mercato, è evidente che la sua concreta implementazione non può che tenere in debito conto la reale possibilità di attrarre in tempi veloci il necessario capitale privato a livello di veicolo di investimento.

A tal proposito si registra, anche all'esito del *market test* e dei sondaggi con interlocutori privilegiati (AIFI, FII e CdP), un interesse maggiore da parte dei veicoli "local" e qualche titubanza per quanto riguarda gli operatori di maggiori dimensioni e più "global", nell'impegnarsi a garantire la necessaria concentrazione territoriale degli investimenti in imprese ammissibili, assicurando il necessario moltiplicatore con capitali privati. In particolare la concentrazione territoriale, ed a maggior ragione ulteriori eventuali obblighi, è considerato un ostacolo in fase di raccolta, limitando la possibilità, apprezzata dagli investitori privati, di individuare liberamente i rari investimenti migliori.

<sup>34</sup> Non risulta trascurabile che tale modalità possa risultare anche più rapida nella sua attuazione risultando, da primi approfondimenti legali, che debbano essere ovviamente rispettati i principi anche comunitari del *public procurement*, ma senza le rigidità e le formalità (piuttosto desuete per i potenziali candidati) del D. Lgs. n. 50/2016 (in forza della esplicita esclusione ivi prevista all'art. 17 (i) (e)). Una procedura di selezione fasata con il contemporaneo iter autorizzativo delle autorità di vigilanza, consente, inoltre, di ridurre i tempi e di verificare con molta più semplicità il rispetto di gran parte dei criteri di selezione previsti dall'art. 7 del Reg. (UE) 480/2014, in particolare quelli previsti al comma

<sup>35</sup> Tra cui occorre ricordare che la possibilità di considerare spesa ammissibile gli importi vincolati in un *escrow account* per far fronte agli investimenti ulteriori (*follow on*), è concessa solo per gli SF i cui accordi di finanziamento sono sottoscritti prima del 31/12/2017.

Per quanto riguarda gli operatori concentrati sulla polarità “local”, il modello del cofinanziamento presenta indubbi vantaggi per l'intervento pubblico, perché è su questa polarità che è più importante incentivare una forte presenza territoriale dell'operatore, inducendo lo stesso a svolgere attività propedeutiche all'investimento (es. *scouting*, incubazione, accelerazione, etc.) e così creare delle *pipeline* di opportunità di investimenti in progressiva maturazione (cd. “*deal flow*”).

Si tratta peraltro del segmento di mercato più “*early stage*”, dove i servizi ed anche la contaminazione determinata dal contatto fisico, sono più importanti, anche indirettamente, per “imprenditorializzare” il territorio, a cominciare dai giovani, dalle scuole tecniche, dalle grandi imprese *leader* e dall'accademia, favorendo l'istaurarsi di relazioni di medio periodo. Notevolmente importante è, inoltre, l'agilità che questo modello può consentire nel fornire servizi e finanza alle imprese ammissibili, con una velocità ed una granularità che difficilmente un fondo pubblico di coinvestimento può assicurare, ma che è invece una esigenza caratteristica del segmento più “*seed capital*”.

La selezione di almeno un fondo da cofinanziare concentrato sulla priorità “local”, è quindi un elemento importante della strategia di investimento (in se ma, come si è detto, anche per attrarre operatori più “global”) e come tale richiede particolari accorgimenti.

E molto probabile che tale operatore sia infatti un “*first team*”, ovvero abbia un *management* che ha ovviamente adeguata esperienza specifica a livello individuale, ma che collettivamente non possa ancora esibire un *track record* sulla redditività degli investimenti realizzati in passato, e per questo sia percepito da parte degli investitori privati (e, in mancanza di accorgimenti, dal Comitato di Investimento) come più rischioso e dalla profittabilità più incerta rispetto ai *management team* che possono esibire risultati consolidati. Pertanto la selezione dei veicoli di investimento concentrati sulla priorità “local” ed in particolare quelli gestiti da un “*First Team*”:

1. deve essere capace di valorizzare il patrimonio che può essere apportato dal “*First Team*” in termini di *deal flow*, ben disciplinando i rapporti con le attività precedenti, tanto più rilevanti laddove lo si vuole sufficientemente esperto e radicato sul territorio, distinguendo con accuratezza ciò che rappresenta una convergenza di interessi, piuttosto che un conflitto, entro i presidi comunque assicurati dalla autorità di vigilanza e facendo leva sugli interessi dei cofinanziatori terzi;
2. potrebbe prevedere una minore profittabilità attesa dai veicoli gestiti da *management team* che possono esibire risultati consolidati.

Per quanto riguarda gli operatori concentrati sulla polarità “global” il modello del cofinanziamento va utilizzato invece anche in una ottica di esplorazione, avendo cura di intercettare le dinamiche in atto a livello nazionale e senza avere la pretesa, eccessivamente ambiziosa allo stato dell'arte, di selezionare operatori esclusivamente focalizzati sul Lazio.

Va inoltre considerato che le necessarie differenze nei rapporti contrattuali che il sottoscrittore pubblico con Fondi SIE deve richiedere rispetto gli altri sottoscrittori, di cui si è trattato al paragrafo 3.3, e le conseguenti incertezze nel coinvolgere il necessario capitale privato, si accentuano nel caso di veicoli di investimento di più grandi dimensioni, nella misura in cui l'investimento pubblico risulti sempre più minoritario. Aumenta infatti la possibilità che la quota di investimenti in imprese ammissibili del Lazio rispetto al totale del portafoglio di investimenti del veicolo, pure risultando rispettata alla fine del 2023, possa non corrispondere nei periodi intermedi creando disallineamenti temporali nelle coperture finanziarie per far fronte ai richiami delle quote sottoscritte, che di norma sono rapportate agli investimenti nelle imprese, mentre l'investitore pubblico ha la possibilità di ottenere i rimborsi dei Fondi SIE solo in ragione degli investimenti nelle imprese ammissibili<sup>36</sup>.

<sup>36</sup> L'art. 41 del CPR prevede che le domande di pagamento intermedio devono avvenire con una certa gradualità rapportata al conseguimento di determinati livelli di spesa ammissibile alla chiusura, costituita principalmente, appunto, degli investimenti effettivamente versati nelle imprese ammissibili.

D'altra parte la dimensione dei veicoli "global" considerata ottimale sia per diversificare gli investimenti (come già rilevato mediamente più consistenti) che per ammortizzare i costi di gestione (soprattutto se questi comprendono i costi per la *compliance* con la regolamentazione di vigilanza) è dell'ordine di almeno 50 milioni di Euro e allo stato attuale dell'arte, è improbabile che il settore privato sia disponibile ad impegnarsi a concentrare una tale massa di investimenti solo sul territorio del Lazio ed in un solo veicolo di investimento.

#### 4.2. Cofinanziamento e combinazione con sovvenzioni

Appare opportuno attivare la possibilità di incentivare direttamente i costi di esplorazione (art. 24 del RGE) nel caso di veicoli che svolgano attività di accelerazione direttamente o tramite strutture collegate come appunto si attende almeno dal fondo da cofinanziare concentrato sulla priorità "local", indipendentemente dal fatto che questo sia gestito da un "First Team" o meno.

Gli aiuti ai costi di esplorazione (art. 24 del RGE) dovrebbero avere comunque natura accessoria e quindi il loro ammontare potrebbe essere limitato al massimo al 8% dell'importo del contributo POR, ammontare che sembra trovare ampia capienza nelle risorse destinate a sovvenzioni nell'ambito dell'azione 3.5.1.

#### 4.3. Coinvestimento

Appare legittimo aspettarsi che i veicoli di investimento sostenuti con la modalità di cofinanziamento (sia "local" che "global") andranno, pur con tutti gli accorgimenti possibili, a concentrare la loro attività su quelle imprese, soprattutto digitali, che come abbiamo visto presentano un profilo di rendimento/rischio più favorevole e che si sono definite per semplicità "volatili".

Per le imprese che si sono definite più "resilienti", per le quali si è individuato un investimento subottimale da parte dei normali operatori di mercato, appare piuttosto preferibile il modello del coinvestimento che ha il pregio di favorire l'incontro tra la domanda di capitale di rischio delle imprese con una più ampia varietà di potenziali investitori, inclusi quelli esteri e quelli più occasionali (*family office*), comprendendo tra questi ultimi i *business angels* e l'*equity crowdfunding* (altrimenti non coinvolgibili in un intervento basato sul modello del cofinanziamento).

Il modello del coinvestimento, da articolare in sostanziale continuità con le modalità di intervento del Fondo I.3, risulta quindi una modalità da attivare in modo sostanzialmente complementare e, per certi versi, residuale rispetto al cofinanziamento di veicoli di investimento regolamentati di iniziativa privata<sup>37</sup>.

#### 4.4. Una strategia diversificata

La strategia degli SF dedicati al capitale di rischio ha l'obiettivo primario di moltiplicare il numero e gli importi assoluti degli investimenti nel capitale di rischio nelle imprese innovative del Lazio e, indirettamente, favorire lo sviluppo di operatori specializzati.

Quanto osservato finora tuttavia ci permette di individuare altri tre obiettivi secondari o intermedi della strategia:

- I. aumentare la quantità di servizi per "portare le buone idee al mercato" offerte nel Lazio e migliorarne l'efficienza, incorporando le esigenze degli investitori e favorendo il radicamento sul territorio di operatori specializzati, in specie quelli operanti nei segmenti più *early stage* ("local" o "startup puro")<sup>38</sup> ed in particolare gli investitori-acceleratori;

<sup>37</sup> Ad esempio potrebbero accedere al fondo di coinvestimento solo le imprese ritenute non di interesse da parte di uno dei veicoli cofinanziati. Ciò consentirebbe, peraltro, di considerare almeno in parte eseguito l'arbitraggio per minimizzare il trattamento asimmetrico riservato ai coinvestitori, ritenendo quello stabilito per i veicoli cofinanziati una base per la successiva negoziazione.

<sup>38</sup> Come accennato nel p. 2.1, tale sub obiettivo, conta anche sui contributi a fondo perduto cd. "pre-seed" per l'avviamento del *deal flow* ed il consolidamento dell'ecosistema meno strutturato, elemento importante della strategia Startup Lazio! quantunque non attuata tramite SF. Altre iniziative che ugualmente fanno parte della stessa strategia

2. aumentare le possibilità di *exit* e la capacità di attrarre capitali di entità adeguata sulle imprese già investite rivelatisi migliori e che necessitano di maggiori investimenti nei *round* successivi, se del caso di *follow on*, anche con riferimento ad operatori non radicati nel Lazio ma meglio collegati con le imprese *leader* del settore ed i mercati globali, in particolare quelli focalizzati nei segmenti più *later stage* (“global” o “scale up”) e che abbiano dimensioni sufficienti per diversificare i rischi anche in caso di investimenti significativi in una impresa;
3. favorire le operazioni che sono di minore interesse del mercato, perché presentano profili tecnologici, industriali e di mercato più particolari o presentano strutturalmente un rapporto rendimento/rischio più sfavorevole a fronte di maggiori esternalità positive, in particolare quelle riguardanti le imprese manifatturiere o assimilabili, più *capital* e *labour intensive*, e quelle riguardanti le imprese più “anziane” (“imprese resilienti”).

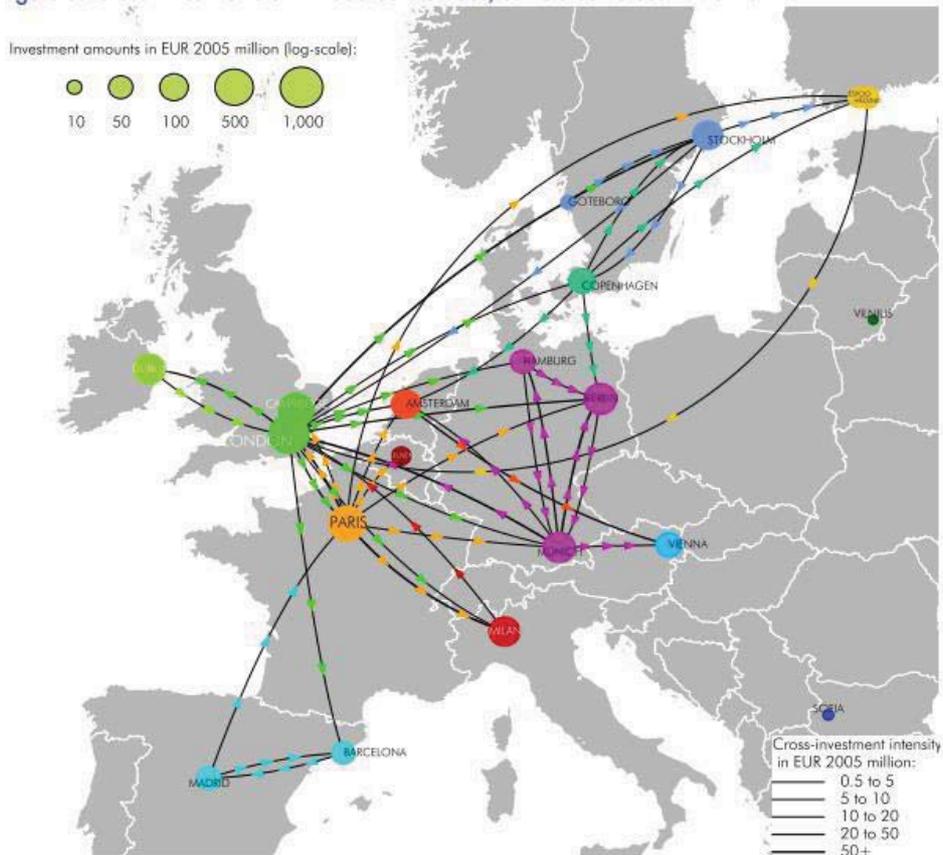
Come si è visto la modalità di intervento più idonea per il primo sub-obiettivo è quella del cofinanziamento mentre per il terzo sub-obiettivo risulta più idoneo il modello del coinvestimento.

Anche per il secondo sub-obiettivo risulta preferibile il modello del cofinanziamento; tuttavia, come si è sottolineato, esistono maggiori margini di incertezza sulla capacità del mercato di essere in grado di cofinanziare veicoli di investimento “global”, di dimensioni cospicue, non esclusivamente ma comunque significativamente

dedicati al Lazio. Tali incertezze potrebbero ridursi all’esito delle prime esperienze o cogliendo le opportunità, attualmente acerbe, di partecipare ad iniziative comunitarie (FEIS, COSME, Horizon 2020, etc.), nazionali o interregionali, probabilmente più idonee per sostenere la nascita e lo sviluppo di operatori di caratura internazionale.

Tali ultime iniziative sono ovviamente auspicabili per il territorio laziale, ma avrebbero anche una valenza nel ridurre il divario di sviluppo nord-sud che si manifesta anche nello sviluppo del mercato del capitale di

Figure 5: Cross-investments of EIF-backed VC hubs, cumulated values 1996-2014

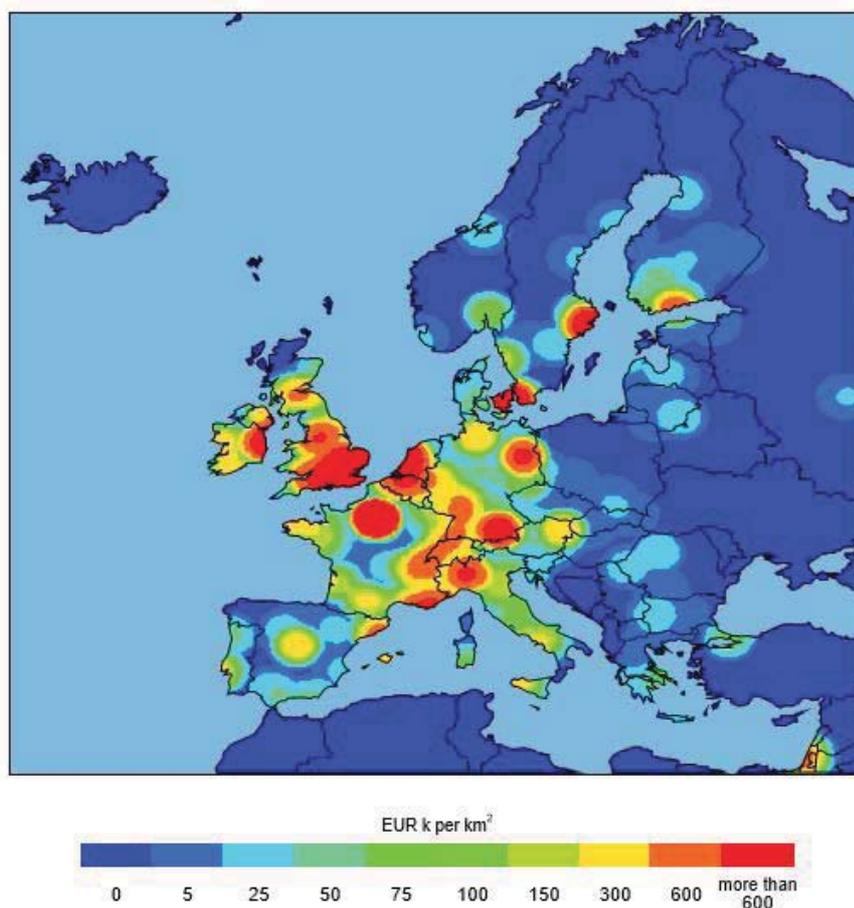


Note: “spurious” links, (i.e. single investments over the analysed period) excluded from the representation.

sono a titolo non esaustivo gli spazi attivi, le *challenge* promosse insieme alle imprese *leader* del Lazio, la piattaforma Lazio innovatore, etc.

rischio, ove la piazza di Roma fosse scelta come un *hub* realistico per spostare verso il meridione il baricentro dell'industria finanziaria specializzata, oggi concentrata nel nord del paese e in particolare a Milano<sup>39</sup>.

Figure 6: Geographic dispersion of EIF-backed investments



Note: Cumulated initial and follow-on investments as of end 2014. All amounts expressed in EUR 2005 prices.

#### 4.5. Una strategia flessibile

In ragione degli obiettivi di spesa del POR e dei disallineamenti temporali tra operatori di mercato ed orizzonte temporale dei fondi SIE si ritiene necessario attivare tutte le risorse destinate in via programmatica agli SF che sostengono il capitale di rischio, pur sapendo che l'integrale assorbimento di tali risorse in tempo breve, sia pure auspicabile, potrebbe non rivelarsi un obiettivo realistico e che, anche ove venisse allocato l'intero importo, vanno gestiti i rischi che alla chiusura del POR non tutto l'importo sottoscritto per gli investimenti nei veicoli cofinanziati possa essere dichiarata spesa ammissibile.

Come ampiamente consigliato per attuare strategie diversificate e flessibili come quella qui delineata e per i motivi già ampiamente argomentati nell'aggiornamento alla VexA del marzo 2016 per gli SF di Credito e di Garanzia<sup>40</sup>, si intende confermare l'utilizzo dello schema del Fondo di Fondi.

Lo schema flessibile proposto per tale sezione dedicata al capitale di rischio ("FARE Venture") sostanzialmente replica lo schema base del Fondo I.3 e della *coinvestment facility*, con la sensibile differenza che si prevede una struttura da Fondo dei Fondi che investe:

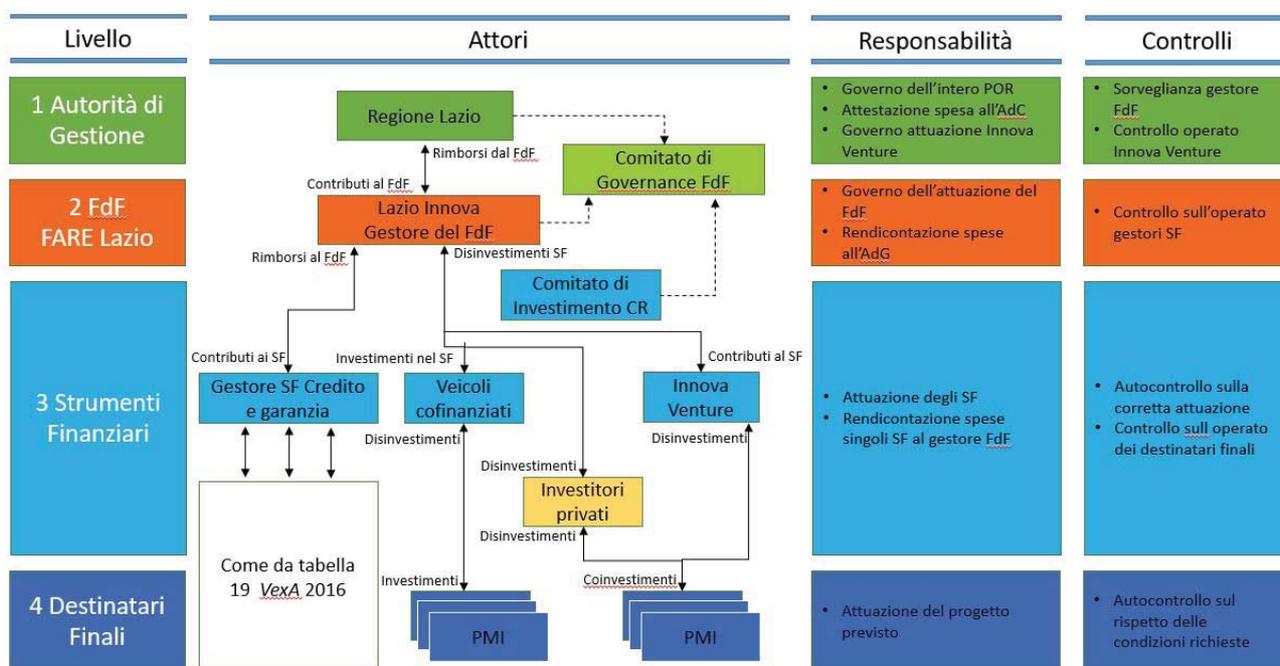
<sup>39</sup> Figure tratta da "[The European venture capital landscape: an EIF perspective. Volume I: The impact of EIF on the VC ecosystem](#)", H. Kraemer-Eis, S. Signore, D. Prencipe EIF Research & Market Analysis, Working Paper 2016/34

<sup>40</sup> Capitolo E, paragrafo "vantaggi e benefici potenziali della gestione tramite Fondo di Fondi".

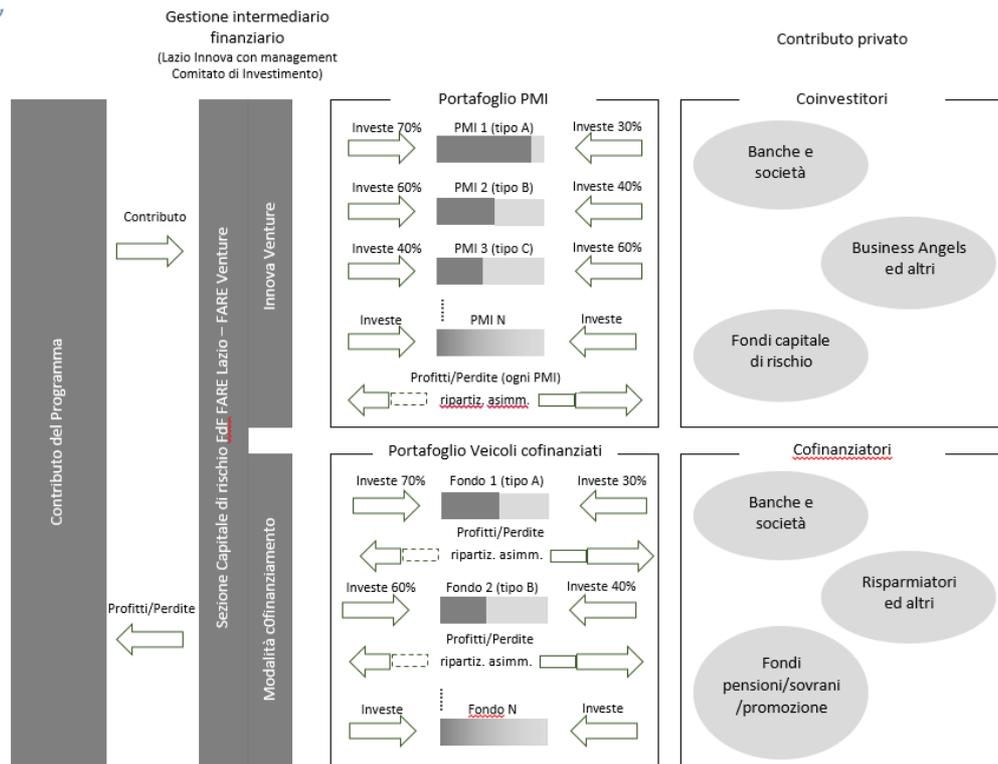
1. sia direttamente, in singole imprese secondo il modello del coinvestimento, a cui si dedicano inizialmente 20 milioni di Euro (SF “Innova Venture”);
2. sia indirettamente, tramite fondi specializzati nell’*early stage* e secondo il modello del cofinanziamento a cui si dedicano inizialmente 60 milioni di euro, senza distinzioni predefinite di allocazione tra “local” e “global” ma prevedendo la concessione di moderati aiuti ai costi per l’esplorazione (art. 24 del RGE) per favorire gli operatori “local”, in modo da favorire una allocazione non rigidamente predeterminata, ma comunque indirizzata allo sviluppo di una offerta equilibrata rispetto ad entrambe le polarità.

Questo, per ragioni di economicità anche amministrativa, significa individuare una sezione dedicata al capitale di rischio nell’ambito del Fondo dei Fondi già costituito per quanto riguarda gli SF di credito e di garanzia sostenuti nell’ambito del POR (“Fondo Azioni per il Riposizionamento dell’Economia del Lazio” o “FARE Lazio”) con gli opportuni adattamenti all’Accordo di Finanziamento sottoscritto tra la Regione Lazio e il soggetto gestore Lazio Innova, in conformità con lo schema approvato con determinazione G07602 del 5 luglio 2016 (che prefigura tale evoluzione).

Questo nel rispetto delle indicazioni contenute nel capitolo E dell’aggiornamento alla VexA del 2016 la cui rappresentazione grafica (tabella 19), si intende così integrata.



Oppure traendo ispirazione dallo schema della *coinvestment facility* presente nel Reg. (UE) 1157/2016):



Per i motivi già argomentati si ritiene che le risorse dedicate ai veicoli cofinanziati potrebbero non essere allocate per tutti i 60 milioni di euro auspicati. Si ritiene più realistico che date le attuali condizioni di mercato ed i vincoli dati al sottoscrittore pubblico con i Fondi SIE, si riescano ad allocare in un primo tempo, come cofinanziamento, circa 40 milioni. La restante parte potrà essere allocata in Innova Venture anche in ragione dei suoi risultati, ma tenendo conto di iniziative sovraregionali che dovessero auspicabilmente maturare nel frattempo.

Per gestire i rischi che alla chiusura del POR non tutto l'importo sottoscritto nei veicoli cofinanziati possa essere dichiarata spesa ammissibile, sarebbe opportuno a prevedere nell'apposita manifestazione di interesse e, quindi, negli accordi di finanziamento, precise condizioni per disimpegnare le risorse POR, nella misura in cui non vengano rispettati precisi obiettivi temporali di spesa ammissibile, per poterle dedicare in tempo a interventi di più rapida attuazione e che abbiano già dimostrato capacità di spesa, come ad esempio il Fondo Rotativo del Piccolo Credito.

Fino al momento in cui non si sia verificato che tali previsioni risultino accettabili da parte dei gestori e dai sottoscrittori privati, come argomentato nel paragrafo 3.3, è tuttavia opportuno che le manifestazioni di interesse siano dimensionate in modo che l'impegno finanziario di FARE Venture abbia una copertura tramite risorse *overbooking* pari a circa il 30%, eventualmente incrementabili qualora l'andamento dell'attività dei veicoli cofinanziati lo rendesse necessario.

Tali risorse potrebbero essere rappresentate in primo luogo dai rientri degli investimenti del Fondo I.3 che attualmente ammontano a circa 2,8 milioni di euro, ma all'atto della emanazione della manifestazione di interesse potrebbero, per trattative attualmente in corso, salire a quasi il doppio ed è ragionevole attendersi possano significativamente ulteriormente incrementarsi nel corso dell'attuazione del POR 2014-2020. In secondo luogo tali risorse potrebbero essere rappresentate da altri ritorni già disponibili o che sia lecito attendersi dagli altri interventi di Ingegneria Finanziaria realizzati nel contesto del POR FESR 2007-2013 o da risorse eventualmente disponibili nell'ambito del bilancio regionale.

## 5. Moltiplicatore e remunerazione preferenziale

Stima delle risorse pubbliche e private aggiuntive che lo strumento finanziario ha la possibilità di raccogliere, fino al livello del destinatario finale (effetto moltiplicatore previsto), compresa, se del caso, una valutazione della necessità di remunerazione preferenziale, e del relativo livello, intesa ad attrarre risorse complementari da investitori privati e/o una descrizione del meccanismo che sarà impiegato per stabilire la necessità e l'entità di tale remunerazione preferenziale, quale una procedura di valutazione competitiva o adeguatamente indipendente.

Lettera b), comma 2 art. 37 CPR

### 5.1. Moltiplicatore

L'effetto moltiplicatore degli SF dedicati al capitale di rischio attivati nel periodo 2007-2013 in Europa (pari mediamente a 2,12<sup>41</sup>) appare sostanzialmente determinato dall'applicazione delle allora vigenti regole sugli aiuti di Stato che imponevano una partecipazione del capitale privato in uguale misura di quello pubblico (moltiplicatore 2 rispetto al contributo del programma).

Visto l'elevato fallimento di mercato presente in tutta Europa nel settore degli investimenti del capitale di rischio (sicuramente non minore in Italia e nel Lazio) non risultano, quindi, sostanzialmente applicate leve finanziarie significativamente superiori a quelle minime previste per assicurare la conformità alla normativa sugli aiuti di Stato.

Come anticipato tali regole sono state modificate ed il combinato disposto dei commi 5 e 10 dell'art. 21 del RGE prevede i seguenti limiti:

- a. imprese ammissibili A (imprese che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale): 90% massimo di partecipazione pubblica e quindi un moltiplicatore del contributo pubblico minimo<sup>42</sup> del 1,11 (periodico);
- b. imprese ammissibili B (imprese che operano in un mercato qualsiasi da meno di 7 anni dalla prima vendita commerciale): 60% massimo di partecipazione pubblica e quindi un moltiplicatore minimo del 1,66 (periodico);
- c. imprese ammissibili C (imprese che richiedono, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, un investimento complessivo superiore al 50% al fatturato medio annuo degli ultimi cinque anni oppure, per i soli investimenti ulteriori, imprese che operano da più di 7 anni): 40% massimo di partecipazione pubblica e quindi un moltiplicatore minimo del 2,5.

Si è avuto già modo di osservare come sul mercato del Lazio siano paradossalmente maggiormente presenti operatori specializzati nelle primissime fasi di sviluppo dell'impresa per cui, anche a seguito delle consultazioni con gli operatori di mercato, appare opportuno prevedere una partecipazione del capitale pubblico di FARE Innovazione ai Fondi cofinanziati costante, pari al 60%, consentendo così loro di investire liberamente nelle imprese ammissibili A e B. Si prevede comunque la possibilità di applicare, per i fondi particolarmente impegnati nelle imprese ammissibili A (startup pure), una partecipazione pubblica maggiore (70%), fermo il vincolo che la proporzione tra gli investimenti nelle imprese ammissibili A e B deve rispettare in media quanto disposto dai commi 10 e 11 dell'art. 21 del RGE.

Qualora i veicoli cofinanziati volessero effettuare operazioni riguardanti imprese ammissibili C, che risultano opportunità di investimento più rare e di minore interesse, sarà richiesto un contributo privato

<sup>41</sup> EGESIF\_15-0027-00 "Summary of data on the progress made in financing and implementing financial engineering instruments reported by the managing authorities in accordance with Article 67(2)(j) of Council Regulation (EC) No 1083/2006 Programming period 2007-2013 - Situation as at 31 December 2014".

<sup>42</sup> I moltiplicatori minimi effettivi sono minori, per effetto dei costi e delle commissioni di gestione ammissibili.

maggiore, ove ciò risulti necessario per rispettare in media la proporzione tra gli investimenti nelle imprese ammissibili A, B e C, in termini di tasso aggregato, quanto disposto dal comma 11 dell'art. 21 del RGE. .

Nel caso dell'intervento mediante lo SF pubblico di coinvestimento si applicano invece le proporzioni stabilite dal RGE salvo elevare al 30% il necessario contributo privato per le imprese ammissibili di tipo A, in quanto il 10% si ritiene, infatti, un importo troppo contenuto per assicurare il necessario *commitment* del singolo investitore privato indipendente. Per lo stesso motivo non si intende considerare come contributo privato quello apportato dai soci fondatori in fase di costituzione (ancorché consentito dalla innovativa definizione di investitori privati indipendenti di cui al p. 72 dell'art. 2 del RGE) che spesso esprimono valutazioni "affettive" ed eccessive per le proprie idee di impresa.

Inoltre si ritiene opportuno che i coinvestitori abbiano una prospettiva temporanea per le partecipazioni acquisite, concordando con il Comitato di Investimento concrete strategie per la *exit*, prospettiva temporanea meno o affatto presente da parte dei soci fondatori.

Considerando tuttavia trascurabile l'incidenza nel portafoglio complessivo di FARE Innovazione delle imprese ammissibili C e modesta (soprattutto in termini di importi) quella nelle imprese ammissibili di tipo A, il moltiplicatore<sup>43</sup> complessivo atteso è definito in 1,6 volte il contributo del programma (al netto delle commissioni e dei costi di gestione).

## 5.2. Remunerazione preferenziale e struttura commissionale - premessa

Come si è già avuto modo di accennare al par. 2.5 l'aspetto più delicato per disegnare degli SF dedicati al capitale di rischio è definire la minima remunerazione preferenziale sufficiente ad attrarre il capitale privato ad investire nelle imprese ammissibili, nelle quantità e nei tempi previsti, in particolare nel definire il tasso di rendimento critico raggiunto il quale si applica tale remunerazione preferenziale<sup>44</sup>.

Il tema è inevitabilmente legato a quello della struttura commissionale ed in particolare a quello delle *performance fee* da riconoscersi ai gestori sia intendendo come tale il Comitato di Investimento (il *management* di FARE Venture e di Innova Venture) sia, ove risultino esserci dei validi motivi pubblicitari per interferire rispetto gli eventuali accordi tra gestori e cofinanziatori privati, gli intermediari finanziari incaricati della gestione dei veicoli cofinanziati.

Si tratta in effetti di meccanismi che devono risultare coerenti tra di loro e, complessivamente, garantire l'allineamento degli interessi dei vari soggetti coinvolti nell'attuazione (Comitato d'Investimento, coinvestitori, gestori e cofinanziatori dei veicoli cofinanziati) in modo armonico e coerente con gli obiettivi dell'intervento pubblico ma, per quanto possibile, rispettoso degli usi di mercato, poiché le divergenze inevitabilmente possono scoraggiare la partecipazione privata.

Appare doveroso premettere che se, anche grazie al *market test* e all'interlocuzione con attori privilegiati, questo documento definisce il possibile schema di remunerazione preferenziale (e la coerente struttura commissionale), è risultato tuttavia impossibile ricorrere ad una valutazione adeguatamente indipendente per stabilirne i valori appropriati. Se i dati di mercato hanno un così scarso spessore che non consentono di

<sup>43</sup> A differenza degli strumenti di garanzia (art. 8 del Reg. (UE) 480/2014) tale moltiplicatore non ha un carattere vincolante.

<sup>44</sup> La Corte dei Conti Europea osserva, suggerendo di meglio disciplinare l'effetto incentivante delle *performance fee*, che "il quadro normativo non richiede che siano specificati in anticipo dall'autorità di gestione parametri minimi di performance (o tassi di rendimento critico, n.d.r. "*hurdle rates*" nella versione in inglese) da raggiungere prima che il gestore di fondi possa percepire la parte di remunerazione correlata alla performance" (p. 141, Relazione speciale n. 19 del 2016, Corte dei Conti Europea). Nel precedente p. 140 tuttavia la Corte osserva che "secondo gli orientamenti della Commissione sugli investimenti per il finanziamento del rischio, questa componente della remunerazione, basata sul rischio, deve essere significativa e studiata per premiare il raggiungimento di specifici obiettivi strategici fissati in anticipo nonché la performance finanziaria del gestore di fondi. Quest'ultima andrebbe misurata non solo in termini di importi effettivamente versati della dotazione iniziale o di ammontare di capitali privati raccolti, ma anche sulla base dei rendimenti effettivi degli investimenti".

fare previsioni attendibili sul suo andamento futuro, a maggior ragione, non esistono dati tali da misurare l'elasticità di tale mercato al variare della remunerazione preferenziale.

E' risultato pertanto necessario disegnare una efficace procedura di valutazione competitiva "aperta, trasparente, proporzionata e non discriminatoria" contemperando, tuttavia, il fatto che la valutazione di profittabilità (futura) degli investimenti di FARE Venture (sia dei singoli coinvestimenti di Innova Venture che dei singoli investimenti nei Veicoli Cofinanziati) ha una natura non del tutto formalizzabile. Così come non risulta, per i medesimi motivi, del tutto formalizzabile l'individuazione del livello minimo di remunerazione preferenziale necessario per attrarre risorse complementari da investitori privati. Selezioni che pertanto devono avvenire nel rispetto e con una intelligente applicazione dei principi dell'orientamento al profitto e della gestione commerciale.

### 5.3. Remunerazione preferenziale per i coinvestitori

In primo luogo bisogna tenere conto che la lettera b, comma 13 dell'art. 21 del RGE prescrive di privilegiare "la ripartizione asimmetrica degli utili rispetto alla protezione dei rischi".

Tali meccanismi di ripartizione asimmetrica degli utili sono usati diffusamente nell'industria del *venture capital*, di norma per allineare gli interessi dei gestori rispetto quelli degli investitori, e sono denominati "carried interest". Essi prevedono che al gestore sia riconosciuta una *performance fee* determinata come una quota (**Q**), espressa in percentuale, dei Maggiori Profitti ( $\Delta P$ , dove **P** indica il Profitto) sul Capitale Investito (**CI**), come determinati sui flussi di cassa di consuntivo, rispetto ad un tasso di rendimento Critico predefinito (**%C** cd. "hurdle rate")<sup>45</sup>. Ovvero in formula:

$$\text{carried interest} = Q * \Delta P; \text{ se } \Delta P > 0$$

$$\text{dove } \Delta P = P - \%C * CI$$

Oppure, indicando **%P** come la percentuale effettiva di Profitto sul Capitale Investito, ovvero  $P = \%P * CI$ :

$$\Delta P = CI * (\%P - \%C)$$

e quindi

$$\text{carried interest} = Q * CI * (\%P - \%C) \text{ oppure } Q * CI * \Delta \%P, \text{ ponendo } \Delta \%P = \%P - \%C; \\ \text{sempre se } \%P > \%C \text{ e quindi } \Delta \%P > 0$$

Appare anzitutto doveroso sottolineare come questa è una caratteristica fondante della struttura contrattuale del mercato del *venture capital*<sup>46</sup>, poiché le sole commissioni di base (mediamente il 2-2,5% dei fondi gestiti) sono di dimensioni comparabili con quelle di altri veicoli di investimento quali quelli dedicati a titoli quotati, che però hanno dimensioni maggiori e richiedono un impegno notevolmente minore dei soggetti gestori in rapporto all'entità degli investimenti. Le principali aspettative di una buona remunerazione, per gli operatori del *venture capital* ed a differenza che per gli altri intermediari finanziari, si basa sui risultati dei propri investimenti (molto più volatili ed incerti).

Nel caso del Fondo I.3 si è adottata una formula di "carried interest" per stabilire sia il premio di risultato dei membri del Comitato di Investimento (ed assicurarne così comportamenti "orientati al profitto") che per

<sup>45</sup> Peraltro proprio poiché il *carried interest* scatta solo al superamento dell'*hurdle rate* (tutti calcolati in base ai flussi di cassa effettivi) i regolamenti dei veicoli di investimento prevedono che le quote sottoscritte dagli investitori sono richiamate (effettivamente versate) solo quando è necessario per investire nelle imprese e che i ritorni degli investimenti sono restituiti agli investitori appena possibile. Tenere liquidità inutilizzata deprime infatti il rendimento effettivo e, di conseguenza, rende minore la differenza tra rendimento effettivo e *hurdle rate* riducendo il *carried interest*. Si tratta di prassi di mercato intrinsecamente allineate al principio della sana gestione finanziaria previsto anche per la gestione concorrente delle risorse del bilancio europeo.

<sup>46</sup> La terminologia anglosassone (*carried interest*: guadagno del trasportatore) riflette l'origine italiana di questa formula contrattuale. Nelle Repubbliche marinare gli armatori remuneravano i capitani di ventura (da cui *venture capital*) con una parte dei ricavi, mediamente un terzo, frutto della perigliosa impresa marittima (il contratto di "commenda").

determinare la ripartizione asimmetrica dei profitti, altrimenti di spettanza del fondo pubblico, a favore dei coinvestitori in caso di disinvestimento congiunto.

Per quest'ultima è stata tuttavia adottata una formula particolarmente incentivante (ricorrendo alla matematica esponenziale) in quanto:

1. la quota di utili pro-quota spettanti al fondo pubblico riconosciuta al coinvestitore privato è infatti crescente, in ragione del tasso interno di rendimento della singola operazione di investimento, fino a raggiungere il limite dell'80% (per profitti infiniti) per la tipologia di investimenti più rischiosi (erano previste tre tipologie di rischio adeguate ora alle tre tipologie di Imprese Ammissibili dell'art. 21 del RGE: A, B e C). Tale formulazione consente di riconoscere dei premi molto più elevati rispetto a quelli di un *carried interest* di mercato (in cui la quota è lineare) ma solo in caso di risultati eccezionali che sono quelli che gli investitori privati si augurano per ogni operazione<sup>47</sup>. Ciò risulta efficace nell'allineare gli interessi (essendo di maggiore interesse per i coinvestitori più convinti della profittabilità dei loro investimenti), ed allo stesso tempo il costo di tale incentivo per le casse pubbliche è sensibilmente crescente ma in ragione e nei limiti in cui sono crescenti anche i profitti di spettanza delle stesse casse pubbliche;
2. si sono utilizzati i tassi di rendimento annui (TIR - Tasso Interno di Rendimento o IRR - *Internal Rate of Return*) sia per determinare l'effettivo rendimento dell'investimento (%P nel caso generale) che per il Tasso Critico di Rendimento (%C). L'utilizzo di tassi di rendimenti annui non è d'uso sul mercato del *venture capital*, che utilizza tassi di rendimento assoluti, e intendeva incentivare i coinvestitori ad accelerare i disinvestimenti nelle singole imprese investite (rendendo più probabili le *exit*);
3. infine il tasso di rendimento Critico è negativo, al fine di dare ai coinvestitori un certo privilegio anche in caso di operazioni in perdita ma, a differenza di una garanzia, sempre a condizione che l'operazione di investimento generasse comunque dei ritorni.

Questa ultima componente tuttavia non è risultata di particolare interesse, perché gli investimenti in imprese *early stage* raramente presentano delle perdite solo parziali.

Si tratta di una formula prospettata anche nella VexA 2014 per gli SF dedicati al capitale di rischio e che, eventualmente con qualche semplificazione, si ritiene di adottare anche per gli investitori privati che coinvestono con Innova Venture. Parte del serendipity bonus potrebbe essere legato, qualora il Comitato di Investimento lo ritenga opportuno, ai risultati occupazionali delle imprese oggetto di investimento.

#### **5.4. Remunerazione preferenziale per i cofinanziatori dei veicoli cofinanziati**

Anche nel definire la ripartizione asimmetrica dei profitti destinata ad attrarre investitori privati nei veicoli cofinanziati ed, in particolare, ad accettare le obbligazioni di concentrazione territoriale degli investimenti nelle imprese ammissibili del Lazio, appare utile partire dalla formulazione generale del "carried interest". Peraltro, anche in questo caso, la VexA 2014 proponeva di replicare il serendipity bonus utilizzato per il Fondo I.3.

Tuttavia occorre tenere conto dei seguenti aspetti.

1. La formula esponenziale risulta molto meno efficace nel caso dei veicoli cofinanziati che realizzano una pluralità di investimenti e quindi già mediano la redditività delle singole operazioni all'interno del loro portafoglio.

Nei *market test* è stata evidenziato come sarebbe piuttosto efficace una struttura che lasci ai cofinanziatori una quota dei primi profitti di spettanza del sottoscrittore pubblico (anche limitati, a

<sup>47</sup> Il nome utilizzato "serendipity bonus" evoca questa caratteristica di "premio a chi merita la fortuna" laddove per "serendipity" si intende la capacità di cogliere le opportunità offerte dal caso grazie allo spirito acuto e alla capacità di osservazione e reazione.

partire da un limitato tasso del 5% in valore assoluto<sup>48</sup> sul capitale investito da FARE Venture). Aumentare le probabilità di una redditività minima, è infatti un argomento gradito per taluni investitori soprattutto istituzionali, in particolare le casse di previdenza ed i fondi pensioni, che comunque rimangono diffidenti nell'investire in strumenti finanziari ad alto rischio ed illiquidi rispetto le alternative (principalmente obbligazioni, immobili ed azioni quotate). In una prospettiva di sviluppo di una industria finanziaria nazionale e locale dedicata al *venture capital* è in effetti fondamentale la capacità di aumentare la propria attrattività, anzitutto nei confronti degli investitori a lungo termine<sup>49</sup>.

2. Intervenendo in veicoli cofinanziati, soprattutto quelli già costituiti o in avanzata fase di costituzione, per i gestori e gli investitori privati può risultare particolarmente difficoltoso accettare un obbligo di realizzare investimenti nelle imprese ammissibili del Lazio (il "Portafoglio Lazio"<sup>50</sup>) entro il termine del 31/12/2023 (ed ancora più difficoltoso rispettare eventuali obiettivi di spesa intermedi) inducendo loro a richiedere un trattamento asimmetrico sproporzionato (non si tratta peraltro di soggetti estremamente numerosi).

In particolare è molto probabile che molti veicoli in fase di raccolta nel 2017, abbiano previsto "*investment period*" che terminano oltre il 31/12/2023<sup>51</sup>, inoltre alcuni veicoli prevedono di potere realizzare investimenti di *follow on*, per loro natura più consistenti<sup>52</sup>, anche durante il *divestment period*.

La difficoltà di poter imporre obbligazioni eccessivamente circostanziate in merito al Portafoglio Lazio richiede di porre particolare attenzione, nella fase di selezione dei veicoli cofinanziati, sulla *pipeline* di investimenti maturi e sulla credibilità ed efficacia delle modalità di ricerca delle opportunità di investimento (generazione del *deal flow*) previste nel piano di attività.

3. Tale difficoltà può però essere trasformata in una opportunità per incrementare l'effetto leva ed il moltiplicatore delle risorse pubbliche. E' legittimo aspettarsi che i veicoli di investimento siano portati a stimare prudentemente il valore del Portafoglio Lazio da raggiungere obbligatoriamente entro il 2023, pari al minimo all'investimento di FARE Venture (al netto delle commissioni di sua spettanza) aumentato del capitale privato minimo previsto dai commi 5 e 10 dell'art. 21 del RGE

Qualora la formula per la ripartizione asimmetrica dei profitti consideri, tuttavia, il valore del Portafoglio Lazio effettivamente raggiunto a consuntivo dal veicolo cofinanziato, indipendentemente dalla quota sottoscritta da FARE Venture e quindi dal contributo POR ed anche successivamente al 2023, si creerebbe un giusto incentivo affinché i veicoli cofinanziati abbiano un concreto interesse ad incrementare l'effetto leva sul capitale privato, oltre i minimi obbligatori stimati prudentemente.

<sup>48</sup> Essendo il ciclo di investimento e disinvestimento di un fondo molto lungo, il rendimento annuo così determinato è molto contenuto.

<sup>49</sup> Si veda a tale proposito la nota 10 sul programma per una Europa dei capitali (Capital Market Union – CMU).

<sup>50</sup> Tecnicamente questo potrebbe essere un comparto dei fondi cofinanziati.

<sup>51</sup> "Dall'analisi svolta dalla Corte risulta inoltre che gli strumenti azionari hanno avuto particolari problemi a conseguire un effetto di rotazione. In Europa, il periodo medio di mantenimento degli investimenti azionari (ossia, il tempo che intercorre tra l'acquisizione e la cessione delle azioni) era di circa sei anni nel 2014. Invece, gli strumenti azionari del FESR e dell'FSE sono stati operativi in gran parte per un periodo non superiore a otto anni (dal 2009 al 2017). [...] Per contro, gli strumenti azionari a gestione centralizzata hanno durate di gran lunga superiori, che meglio riflettono la natura degli strumenti stessi (ad esempio, il Fondo Marguerite ha una durata di 20 anni con la possibilità di una proroga di due anni)." (paragrafo "La stretta tempistica ha creato particolari problemi per gli strumenti Azionari" p. 97 e 98, Relazione speciale n. 19 2016, Corte dei Conti Europea)

<sup>52</sup> L'art. 42, comma 3 del CPR prevede espressamente la possibilità che le somme accantonate in un conto di garanzia (cd. "escrow account") per investimenti di *follow on* sono ammissibili se l'accordo di finanziamento è stato stipulato prima del 31/12/2017 e nel limite del 20% della spesa ammissibile al 31/12/2023. Questo ultimo limite però potrebbe creare delle situazioni asimmetriche e quindi critiche con gli altri investitori privati. Il comma prevede espressamente che le eventuali somme non utilizzate devono essere reimpiegate nello stesso o in strumenti finanziari equivalenti (art. 45 del CPR come per qualsiasi altra risorsa ritornata ai o dagli strumenti finanziari per gli 8 anni successivi al 2023).

Ovviamente andrebbe sterilizzato l'effetto negativo che così si determinerebbe sui ritorni di FARE Venture, al fine di calcolare le *performance fee* dei membri del Comitato di Investimento.

4. non è risultato invece realistico considerare nella formula per la ripartizione asimmetrica dei profitti, indicatori che premiano la "resilienza" delle imprese ammissibili investite dai fondi cofinanziati poiché questa è una variabile del tutto estranea alle logiche del settore e, come si è detto, anche per raggiungere obiettivi di spesa ambiziosi, la selezione deve riguardare veicoli di investimento che, costituiti o costituendi, devono avere già ben definita la propria politica di investimento. Deve essere quindi il Comitato di Investimento che deve porre, opportunamente incentivato, la massima attenzione a selezionare veicoli che abbiano politiche di investimento orientate alle imprese più "resilienti" e comunque più complementari possibili (ad esempio fondi molto specializzati in settori più "resilienti") come d'altra parte opportuno per diversificare i rischi ed avere la massima ampiezza nel raccogliere le opportunità di investimento.

### 5.5. Struttura commissionale per il Comitato di investimento

Come abbiamo visto nel p. 2.5 le *performance fee* riconosciute al Comitato di Investimento devono essere collegate ai risultati finanziari della sezione del Fondo di Fondi FARE Lazio dedicata al capitale di rischio – FARE Venture (al netto dei costi di gestione ammissibili<sup>53</sup> rimborsati a Lazio Innova) e la loro entità deve essere definita mediante un meccanismo competitivo.

Ciò assicura che il Comitato di Investimento abbia l'interesse di cedere il meno possibile dei profitti di spettanza di FARE Venture, ai coinvestitori ed ai cofinanziatori a valle.

Tuttavia per allineare gli interessi del Comitato di Investimenti agli elementi della strategia di investimento aventi maggiore carattere pubblico appare opportuno che la *struttura degli incentivi (e disincentivi)* tenga conto anche dei seguenti obiettivi:

1. l'obiettivo di rapidità di spesa di FARE Venture, intesa come spesa ammissibile ex art. 42 del CPR (effettivi esborsi a favore delle imprese ammissibili, compreso l'eventuale capitale di sostituzione, e quota di competenza delle commissioni ammissibili per la gestione dei veicoli cofinanziati), ma al netto dei costi di gestione ammissibili rimborsati a Lazio Innova (questi ultimi fuori dai poteri e dalle responsabilità del Comitato di Investimento);
2. l'obiettivo di fare fronte al livello subottimale di investimenti nelle imprese ammissibili cd. "resilienti". Un modo relativamente semplice può essere quello di collegare una parte della *performance fee* all'incremento occupazionale<sup>54</sup>, o ancora più semplicemente all'incremento del costo per il personale (rilevabile dai bilanci e che pondera il numero degli addetti per il loro "costo di mercato") delle imprese investite;
3. l'obiettivo di favorire veicoli cofinanziati "autoctoni" ovvero che sviluppino competenze, esperienze e professionalità specifiche che più realisticamente permangano sul territorio. Per raggiungere tale obiettivo, che richiede di investire in un veicolo il cui *management* sia un "first team", si è già ipotizzato di potere sottoscrivere quote di minoranza più elevate rispetto i veicoli gestiti da *management team* più

<sup>53</sup> Sotto il profilo temporale i costi e le commissioni di gestione sono quelle pagate entro il termine di chiusura dei programmi, che prudentemente appare opportuno fissare al 31/12/2023. Con Decisione C(2015) 2771 del 30 aprile 2015 la Commissione Europea ha stabilito che le spese ammissibili degli strumenti finanziari sono quelle sostenute (pagate) entro i termini per la presentazione del rendiconto finale dei programmi 2007-2013 e non il termine del 31/12/2015 valevole per tutte le altre spese ammissibili, la Corte dei Conti Europea ha tuttavia contestato la legittimità di tale Decisione nel suo rapporto annuale 2014.

<sup>54</sup> Indicatore di risultato raccomandato al p. 58, lettera d degli Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio. E' ivi raccomandato anche un indicatore relativo ai brevetti valorizzati ma questo è molto prematuro per un mercato come quello italiano dove non esiste ancora alcun fondo specializzato nel trasferimento tecnologico. E' d'altra parte per questo motivo che CdP ha dato mandato a FEI di costituire Italtel, un Fondo di Fondi finanziato da ciascuna delle due Istituzioni con 100 mil., nato proprio per avviare in Italia un certo numero di questi nuovi operatori.

consolidati (indicativamente il doppio) nonché di potere svolgere il ruolo di “*anchor investor*”. Come si è detto però i *first team* offrono meno garanzie nella valutazione di merito di profittabilità e svolgere il ruolo di *anchor investor* richiede tempi più lunghi nel raggiungere gli obiettivi di rapidità della spesa, rispetto alla sottoscrizione di quote di veicoli in avanzata fase di costituzione se non già costituiti;

4. infine, come già anticipato, occorre sterilizzare l'effetto negativo determinato sui ritorni di FARE Venture per effetto del meccanismo suggerito, ove adottato, per incentivare un maggior moltiplicatore del Portafoglio Lazio da parte dei veicoli cofinanziati, rispetto il minimo obbligatorio<sup>55</sup>.

Per allineare i comportamenti del Comitato di Investimento rispetto all'obiettivo di rapidità della spesa (sub 1) si possono prevedere specifici incentivi (indipendenti dalla *performance fee*) o modulazioni della *performance fee*, fino all'estremo di annullarla completamente in caso di mancato raggiungimento dell'obiettivo fondamentale di raggiungere al 31/12/2023 una spesa ammissibile ex art. 42 del CPR pari (salvo sfridi tecnici) alla dotazione finanziaria netta di FARE Venture.

Si ritiene che le commissioni di base per i membri del Comitato di Investimento debbano tenere in debita considerazione anche gli obiettivi di spesa intermedi, ed un andamento della spesa in grave ritardo debba essere considerato un motivo di revoca dell'incarico ai membri stessi. Viceversa un andamento della spesa estremamente positivo è un motivo che va considerato nell'affidare al medesimo Comitato di Investimento la gestione di ulteriori risorse programmate o nel frattempo reperite.

Sarà quindi il Comitato di Investimento stesso ad adottare gli opportuni accorgimenti affinché su tali obiettivi di spesa si allineino anche i soggetti coinvolti a valle, ed i particolare i veicoli cofinanziati.

Per quanto riguarda invece gli altri obiettivi (sub 2 e 3) occorre tenerne conto nelle formule che determinano le *performance fee* (da riconoscersi comunque solo sui ritorni di FARE Venture) per i membri del Comitato di Investimento.

La procedura competitiva mediante la quale stabilire la remunerazione preferenziale intesa ad attrarre risorse complementari da investitori privati è quindi quella relativa alla selezione dei membri del Comitato di Investimento, segnatamente laddove la stessa individua il tasso di rendimento Critico di FARE Venture che dato l'attuale grave fallimento del mercato locale potrebbe anche risultare negativo. Sarà quindi il Comitato di Investimento, nel selezionare le imprese in cui investire in modalità di coinvestimento ed i veicoli da cofinanziare, ad avere cura ed interesse a “cedere” ai soggetti a valle la minima remunerazione preferenziale sufficiente ad attrarre il capitale privato ad investire nelle imprese ammissibili, nelle quantità e nei tempi previsti.

Tale impostazione rischia però di essere molto teorica in un mercato che abbiamo visto non potere dare alcuna garanzia di previsioni affidabili. Gli scenari, nel lungo arco temporale previsto per realizzare gli investimenti possono inoltre cambiare in modo imprevisto ed in entrambe le direzioni. Iniziative intervenute anche di natura pubblica (regolamentari, fiscali, etc.) potrebbero rendere molto più attrattivi gli investimenti in imprese nei primi stadi di sviluppo come altri eventi potrebbero rendere tali investimenti, viceversa, molto meno attrattivi rispetto ad oggi (ad esempio un incremento dei tassi di interesse sugli impieghi alternativi, in particolare quelli in titoli di Stato o obbligazioni *investment grade*, oggi ai minimi storici).

L'incertezza che caratterizza il mercato indurrebbe con ogni probabilità i candidati a membri del Comitato di Investimento, soprattutto quelli più capaci e validi, a chiedere un “sovrapprezzo” che rifletta questo

<sup>55</sup> Qualora risulti compatibile con i tempi, una ulteriore componente del meccanismo incentivante potrebbe compensare, in parte, lo svantaggio in partenza dei veicoli cofinanziati “autoctoni” che hanno il pregio di sviluppare competenze, esperienze e professionalità specifiche che più realisticamente permangono sul territorio. E' infatti probabile che tali veicoli abbiano del *management “first team”*, ovvero *team* che pur composti da individui dotati di adeguate e specifiche esperienze non possono ancora esibire collettivamente un track record sulla redditività degli investimenti passati, indubbiamente uno svantaggio, in mancanza di adeguati contrapesi, nella valutazione del merito di profittabilità da parte del Comitato di Investimento.

grado di incertezza. D'altra parte valori rigidamente predefiniti inizialmente potrebbero premiare o viceversa punire eccessivamente i membri del Comitato di Investimento per effetto di *performance* che non riflettono affatto il loro meriti o demeriti ma piuttosto eventi intervenuti.

Il Tasso di rendimento Critico iniziale, definito all'esito della selezione dei membri del Comitato di Investimento, potrebbe essere corretto per una parte della differenza registrata negli accordi di finanziamento a valle<sup>56</sup>, consentendo così, all'esito delle procedure competitive a valle, di recuperare parte dei profitti che inizialmente e prudentemente si pensava necessario per attrarre i capitali privati<sup>57</sup>. Ove raccolto tale suggerimento va adottata l'accortezza di lasciare al Comitato di Investimento una parte di tale differenza, affinché sia mantenuto l'incentivo per "cedere" ai soggetti a valle la minima remunerazione preferenziale necessaria.

Appare infine utile prevedere degli accorgimenti affinché le scelte del Comitato di Investimento non sottraggano, con Innova Venture, opportunità di investimento di interesse dei veicoli cofinanziati. Abbiamo visto come Innova Venture dovrebbe dedicarsi, in modo sussidiario, alle imprese ammissibili di minore interesse dei veicoli cofinanziati, più "resilienti" (industriali, alta tecnologia, etc.) che richiedono capitali più specializzati, a seconda delle tecnologie e dei mercati, e più difficili da individuare non avendo basi nel Lazio o in Italia e con riferimento anche ad operatori diversi da quelli attivi principalmente nel capitale di rischio.

Se previsto, come già suggerito, che Innova Venture possa intervenire solo in opportunità di investimento ritenute non di interesse da almeno un veicolo cofinanziato, potrebbe essere sufficiente precisare al Comitato di Investimento, fin dall'inizio, che la dotazione di 20 mil. riservata alla modalità di coinvestimento non potrà essere incrementata a scapito della dotazione riservata ai veicoli cofinanziati.

---

<sup>56</sup> Ad esempio della metà della differenza con l'*hurdle rate* previsto nel regolamento dei veicoli cofinanziati, ponderando ovviamente l'importo dell'investimento.

<sup>57</sup> Tale accorgimento, detto "*clawback provision*" è particolarmente diffuso nei partenariati pubblici e privati di lungo termine ed in particolare in quelli soggetti a rischi ed andamenti dei profitti che non sono sotto il completo controllo di ciascuna delle due parti o in quelli in cui il concessionario può ottenere dei ribassi d'asta sulle gare a valle (entrambe caratteristiche che, *mutatis mutandis*, appaiono ricorrere anche nella procedura qui delineata).

## 6. Risultati attesi

Indicazione dei risultati attesi e del modo in cui si prevede che lo strumento finanziario considerato contribuisca al conseguimento degli obiettivi specifici della pertinente priorità, compresi gli indicatori per tale contributo.

Lettera e), comma 2 art. 37 CPR

I risultati attesi sono funzione di una serie di fattori non tutti controllabili, per cui si è ritenuto necessario procedere definendo anzitutto uno scenario di base finalizzato a raggiungere l'obiettivo di spesa al 2023 nonostante, come si è segnalato al paragrafo 3.3, non è ricorrente che sul mercato del *venture capital* i fondi richiamino tutto il capitale sottoscritto al termine dell'*investment period*.

Le assunzioni che hanno determinato le stime degli indicatori, sono le seguenti.

- In una prima fase si riescono utilmente ad allocare 82,5 mil. di cui 80 derivanti dal contributo POR e (almeno inizialmente) 2,5 milioni di euro frutto dei disinvestimenti del Fondo POR I.3 ed aventi funzione di *overbooking*. I costi di gestione di FARE Venture sono stati stimati in 2,5 milioni di euro fino al 2023.
- I veicoli cofinanziati sono costituiti da due fondi (denominati A e B), specializzati in startup e che presentano un proprio acceleratore d'impresa, e da un fondo di *venture capital* di medie dimensioni (con un capitale raccolto pari almeno a 50 milioni di Euro e più specializzato nelle fasi successive di sviluppo delle imprese, denominato C), tutti con termine per l'*investment period* al 2021 (oltre 2 anni di *grace period*). Si ipotizza di sottoscrivere 10 milioni di euro in ciascuno dei due fondi A e B e 20 milioni di euro nel fondo C, di cui pro quota 2,5 milioni di euro di risorse *overbooking*. Le commissioni di gestione dei veicoli cofinanziati, da pagare entro il 2023, sono state stimate nel 15% dell'importo sottoscritto (2,25 % annuo, per 6 anni).
- La dotazione di Innova Venture è di 40 milioni di euro, *senza overbooking*. Il profilo temporale degli investimenti segue la curva tipica degli investimenti dei fondi di *venture capital*, con un picco nei primi anni (20% nel 2018, 30% nel 2019, 25% nel 2020, 15% nel 2021 e 10% nel 2022), con riferimento all'intera dotazione disponibile, 32 milioni di euro al netto dei costi di gestione (prudentemente stimati nel 20%, massimo consentito dall'art. 13, comma 3, lettera a) del Reg. (UE) 480/2014).
- Il *ticket* medio d'investimento dei fondi A e B è pari a 300.000 euro mentre quello del fondo C è pari a 1,5 milioni di euro. Il *ticket* medio di Innova Venture è di 500.000 Euro (solo quota pubblica e quindi circa 835.000 Euro considerando il coinvestimento medio).
- I Fondi A e B investono prevalentemente in nuove imprese (80%), il fondo C solo occasionalmente (10%) e Innova Venture per il 30% delle imprese investite.
- Sulla base dei dati storici del Fondo POR I.3 e con il conforto dei valori medi rilevato con riferimento alle startup innovative<sup>58</sup> (circa 3,4 persone), si è ipotizzato che le imprese oggetto di investimento creino in media occupazione a regime (5 anni) per 6 addetti ciascuna (compresi gli inevitabili *write off*), con un costo medio per addetto di 33.600 Euro.
- Per i veicoli cofinanziati il richiamo dell'importo sottoscritto avviene con le medesime proporzioni temporali previste per Innova Venture ma, come si è detto con il problema che l'importo richiamato e quindi investito al termine dell'*investment period*, è sempre inferiore e talvolta significativamente inferiore, all'importo sottoscritto.

Un primo scenario è stato quindi elaborato per stabilire il profilo di spesa ed i corrispondenti risultati che assicurano che tutti i 60 milioni di contributo del POR siano certificabili alla data di chiusura del

<sup>58</sup> [“Startup e Pmi innovative - Relazione annuale e rapporti periodici”](#), Ministero dello Sviluppo economico.

programma, anche tenendo conto delle condizioni<sup>59</sup> per avvalersi della facoltà di fare i “preziosi”<sup>60</sup> investimenti ulteriori nelle medesime imprese già oggetto di investimento, anche oltre il 2023 e la possibilità di accantonare il 6% del *net asset value*<sup>61</sup> registrato a fine 2023 per le commissioni da pagarsi successivamente ed entro il 2029.

Questo scenario prevede che gli investimenti dei fondi nelle imprese al 2023 ammontino al 64% dell'importo sottoscritto (68% dell'importo sottoscritto imputabile al POR) e porta ai seguenti risultati.

Indicatori (importi in milioni di euro)		2018	2021	2023
Numero di imprese investite	<b>Totale</b>	<b>30</b>	<b>135</b>	<b>150</b>
	- Veicoli Cofinan.	17	77	86
	- Innova Venture	13	58	64
Numero nuove imprese investite	<b>Totale</b>	<b>16</b>	<b>70</b>	<b>78</b>
	- Veicoli Cofinan.	12	53	58
	- Innova Venture	4	17	19
Investimento totale cumulato	<b>Totale</b>	<b>19,2</b>	<b>86,6</b>	<b>96,2</b>
	- Veicoli Cofinan.	8,6	38,5	42,8
	- Innova Venture	10,7	48,1	53,4
Investimento pubblico cumulato	<b>Totale</b>	<b>11,5</b>	<b>51,8</b>	<b>57,6</b>
	- Veicoli Cofinan.	5,1	23,0	25,6
	- Innova Venture	6,4	28,8	32
Investimento privato cumulato	<b>Totale</b>	<b>7,7</b>	<b>34,7</b>	<b>38,6</b>
Costo del personale incrementale	<b>Totale</b>	-	<b>8,1</b>	<b>19,0</b>

Un secondo scenario è stato costruito ipotizzando di riuscire a superare la soglia di investimenti nelle imprese (55% dell'importo sottoscritto) necessaria per accantonare le somme per gli investimenti ulteriori nelle medesime imprese investite anche oltre il 2023. Questo secondo scenario porta ad una spesa certificabile di circa 5 milioni di euro inferiore al contributo POR. Si noti che basta un euro in meno per ridurre ulteriormente la spesa certificabile di 4,4 milioni di euro.

Un terzo scenario prevede invece di disporre di 5 milioni di euro di risorse di *overbooking*, da utilizzare per incrementare la dotazione finanziaria da investire nei veicoli cofinanziati, sempre assicurando che tutti gli 80 milioni di contributo POR siano certificabili alla data di chiusura del programma.

Questo scenario prevede che gli investimenti dei fondi nelle imprese al 2023 ammontino al 59% dell'importo sottoscritto (il 67% dell'importo sottoscritto imputabile al POR), condizione più vicina a quelle d'uso nel mercato, e porta ai seguenti risultati.

<sup>59</sup> Queste sono quelle previste all'art. 42 (3) del CPR, è sono che (i) l'accordo di finanziamento deve essere sottoscritto entro il 31/12/2017, (ii) il Fondo deve avere investito almeno il 55% della sua dotazione nelle imprese e (iii) l'importo accantonato non può superare il 20% di tale importo già investito nelle imprese.

<sup>60</sup> Con il termine “preziosi” si intende sia il fatto che questi sono investimenti mediamente più profittevoli, perché rivolti alle imprese che hanno mantenuto le prospettive di sviluppo iniziali, sia che si tratta di investimenti che maggiormente possono contribuire agli obiettivi dell'intervento pubblico. Alcune delle imprese più promettenti oggetto di investimento del Fondo POR 1.3 per realizzare i successivi e più consistenti round di investimento (all'epoca limitate a 2,5 milioni di euro annui, inclusa la quota privata), sono dovute andare all'estero o hanno perso importanti opportunità di mercato.

<sup>61</sup> Il *net asset value* è stato stimato nella quota di pertinenza di FARE Venture degli investimenti nelle imprese, ridotto prudenzialmente del 50% per *write off*.

Indicatori (importi in milioni di euro)		2018	2021	2023
Numero di imprese investite	<b>Totale</b>	<b>29</b>	<b>128</b>	<b>143</b>
	- Veicoli Cofinan.	16	71	79
	- Innova Venture	13	58	64
Numero nuove imprese investite	<b>Totale</b>	<b>15</b>	<b>66</b>	<b>73</b>
	- Veicoli Cofinan.	11	48	54
	- Innova Venture	4	17	19
Investimento totale cumulato	<b>Totale</b>	<b>18,6</b>	<b>83,5</b>	<b>92,8</b>
	- Veicoli Cofinan.	7,9	35,4	39,4
	- Innova Venture	10,7	48,1	53,4
Investimento pubblico cumulato	<b>Totale</b>	<b>11,1</b>	<b>50,0</b>	<b>55,6</b>
	- Veicoli Cofinan.	4,7	21,2	23,6
	- Innova Venture	6,4	28,8	32
Investimento privato cumulato	<b>Totale</b>	<b>7,4</b>	<b>33,5</b>	<b>37,2</b>
Costo del personale incrementale	<b>Totale</b>	<b>-</b>	<b>7,7</b>	<b>18,1</b>

Ovviamente tali risultati non comprendono quelli dovuti agli investimenti di *follow on* che verranno effettuati successivamente al 2023 per effetto dei 4,4 milioni di euro a tal fine accantonati (circa il 6,5% dell'investimento totale con un presumibile pari incremento di risultati).

In tutti e tre gli scenari risulta possibile presentare richieste di pagamento intermedie per 30 milioni di euro entro il 2018, secondo le regole stabilite all'art. 41 del CPR.

Pertanto il contributo degli SF per il capitale di rischio ai risultati<sup>62</sup> delle pertinenti azioni POR, prendendo come riferimento questo ultimo scenario e limitatamente ad una primo *slot* di circa 60 mil., è:

Asse / Obiettivo Tematico	Priorità ed Azione	Importo	Indicatori	SF 2018	SF 2023
3. Competitività	Priorità d) Azione 3.6.4 Contributo allo sviluppo del mercato dei fondi di capitale di rischio per lo startup d'impresa nelle fasi pre-seed, seed, e early stage - Venture Capital	38,4 milioni di euro	N. di imprese che ricevono un sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni – CO03	14	69
			Investimento privato combinato al sostegno pubblico alle imprese (non sovvenzioni) - CO07	3,7 milioni di euro	17,9 milioni di euro
	Priorità a) Azione 3.5.1.b Strumenti per le startup innovative e creative	29,6 milioni di euro	N. di imprese che ricevono un sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni – CO03	11	53
			Investimento privato combinato al sostegno pubblico alle imprese (non sovvenzioni) - CO07	2,8 milioni di euro	13,8 milioni di euro
			N. di nuove imprese che ricevono un sostegno - CO05	6	27
	— P. 6	Priorità b)	12	N. di imprese che ricevono un	4

<sup>62</sup> I risultati sono attribuiti alle azioni, in proporzione alla loro partecipazione finanziaria e, quindi, per il 48% all'azione 3.6.4, per il 37% all'azione 3.5.1 e per il 15% all'azione 1.4.1. Poiché l'indicatore CO05 non è previsto per l'azione 3.6.4 non si evidenzia pertanto il relativo risultato (circa 35 nuove imprese nel 2023 e circa 7 nuove imprese nel 2018). Per lo stesso motivo l'indicatore CO08 non valorizza i circa 473 nuovi occupati stimati, attribuibili alle azioni 6.3.4 e 3.5.1.

Azione I.4.I.b Sostegno alla creazione e al consolidamento di startup innovative ad alta intensità di applicazione di conoscenza e alle iniziative di spin-off della ricerca in ambiti in linea con la S3	milioni di euro	sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni – CO03		
		Investimento privato combinato al sostegno pubblico alle imprese (non sovvenzioni) - CO07	1,1 milioni di euro	5,6 milioni di euro
		N. di nuove imprese che ricevono un sostegno - CO05	2	11
		Crescita dell'occupazione nelle imprese che ricevono un sostegno – CO08	-	83

## 7. Flessibilità

Disposizioni che consentano di procedere, ove necessario, al riesame e all'aggiornamento della valutazione ex ante durante l'attuazione di qualsiasi strumento finanziario attuato in base a tale valutazione, se durante la fase di attuazione l'autorità di gestione ritiene che la valutazione ex ante non possa più rappresentare con precisione le condizioni di mercato esistenti al momento dell'attuazione.

Lettera f), comma 2 art. 37 CPR

Nel capitolo E della Vexa 2016 è stato già ampiamente argomentato sulla opportunità di garantire una struttura flessibile, anche mediante un Fondo di Fondi, come caldamente consigliato tra l'altro da chi ha avuto esperienze nel periodo di programmazione 2007-2013.

Ovviamente questo è ancora più vero intervenendo nel mercato dell'*early stage* in un ambito limitato territorialmente, a causa della inaffidabilità predittiva dei dati storici, come più volte già osservato, nonché a causa della inevitabile complessità che la necessaria attrazione del capitale privato comporta.

Per tali motivi il presente aggiornamento della VexA per quanto riguarda gli strumenti per il capitale di rischio, ha posto notevole attenzione a ben delineare i meccanismi di funzionamento degli SF, con particolare riguardo a quelli destinati ad allineare gli interessi dei vari attori coinvolti.

Si è avuta però estrema cura a formulare delle ipotesi prudenti sulla capacità degli operatori privati di assorbire nella prima fase di attuazione l'intero importo programmato. L'ecosistema degli operatori in Italia e nel Lazio è infatti vivace ed esprime un'elevata potenzialità ma presenta ancora anche delle fragilità, sostanzialmente l'ecosistema nel suo insieme si può considerare a sua volta in una fase di *early stage*.

Si sono inoltre fornite solo delle prime indicazioni per quanto riguarda i dettagli ed in particolare le formule ed i valori da attribuire ai parametri dei meccanismi di incentivazione. La maggiore parte di essi deve infatti consolidarsi tramite meccanismi di confronto con il mercato.

Giova ricordare, inoltre, che il Fondo dei Fondi FARE Lazio si è dotato di un Comitato di Governance e Vigilanza avente funzioni di sorveglianza, indirizzo e raccordo operativo con le strutture regionali competenti.

Tale Comitato è composto dall'AdG del POR (oggi anche Direttore regionale allo Sviluppo Economico, direttamente responsabile delle azioni POR coinvolte), dal Direttore del Bilancio della Regione Lazio e dal Direttore Generale di Lazio Innova (ed è previsto che possa essere allargato alle altre AdG o ad altri Direttori regionali che ritenessero opportuno affidare l'attuazione di SF al Fondo di Fondi FARE Lazio).

I membri del Comitato, per effetto delle altre funzioni ricoperte, assicurano la massima condivisione delle strategie di investimento del Fondo di Fondi e la loro coerenza con le linee strategiche della Regione Lazio. Allo stesso tempo tale composizione assicura la massima possibilità di intervenire in modo coeso e rapido nel caso di imprevisti o di mutate condizioni di mercato.

Tra le possibilità di intervento del Comitato di Governance e Vigilanza rientra il potere di definire i dettagli ed in particolare le formule ed i valori da attribuire ai parametri dei meccanismi di incentivazione, nell'ambito delle linee strategiche previste dalla VexA, anche all'esito dei risultati dei meccanismi di confronto con il mercato.

Ciò in particolare consentirà di riallocare i 20 milioni di euro programmati per gli strumenti finanziari per il capitale di rischio ma che si teme con la dovuta prudenza che l'ecosistema non riesca ad assorbire nella prima fase di attuazione, se del caso destinandoli a Innova Venture senza necessità di aggiornare la VexA. Fermo restando il *gap* di mercato, infatti, e le strategie qui delineate, la previsione di destinare le risorse in misura nettamente prevalente alla modalità di cofinanziamento riflette la scelta strategica di dare più spazio possibile agli operatori di mercato ed un ruolo sussidiario a Innova Venture.

Qualora le procedure competitive dimostrino che il mercato non è però in grado di occupare l'intero spazio offerto ciò non inficia la strategia e le politiche qui delineate ma va interpretato solo come un segnale che il ruolo sussidiario di Innova Venture debba essere superiore a quanto qui auspicato.

Al termine del capitolo 4.5 si sono inoltre proposte delle possibili soluzioni per gestire il rischio che alla chiusura del POR non tutto l'importo sottoscritto nei veicoli cofinanziati possa essere dichiarato spesa ammissibile. In particolare si è segnalato l'utilizzo di risorse overbooking in misura pari ad almeno il 30% dell'investimento pubblico, salvo il caso in cui – anche in sede di risposta alla call da parte dei veicoli – siano definite modalità operative che consentano il rispetto dei vincoli regolamentari

Appare quindi auspicabile che l'integrazione dell'Accordo di Finanziamento di FARE Lazio relativo alla sezione dedicata al capitale di rischio FARE Venture attribuisca gli opportuni poteri al Comitato di Governance ed al soggetto gestore Lazio Innova, affinché tali accorgimenti possano essere celermente applicati ove maturino le condizioni.

Lo stesso Comitato, d'altronde, ha il potere di determinare eventuali riesami ed aggiornamenti della VexA.

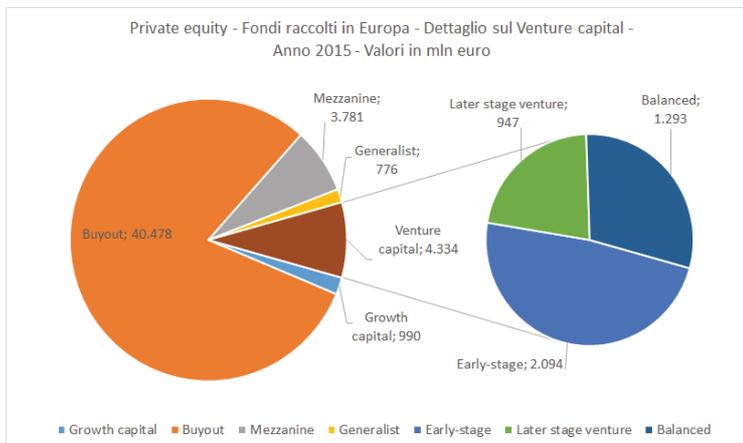
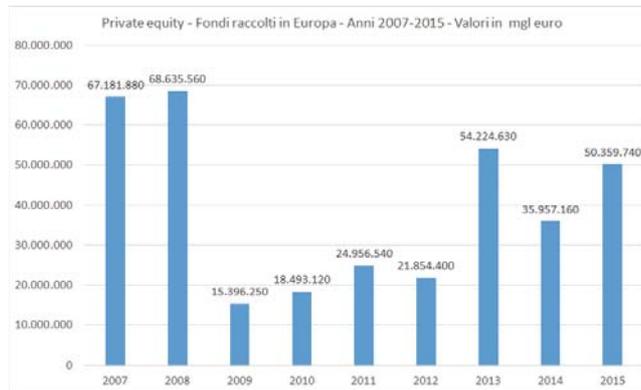
## Appendice I

### Il quadro europeo del private equity e del venture capital (dati da Invest Europe)

Dopo la forte contrazione registrata tra 2008 (68 miliardi di euro) e 2009 (15 miliardi di euro), è iniziata, a livello europeo, una graduale ripresa nella raccolta dei fondi culminata con il picco del 2013 (54 miliardi di euro), anno quest'ultimo caratterizzato da un rilevante incremento del fenomeno (+148%).

Nel 2014, tuttavia, si è avuta una nuova frenata nella raccolta (36 miliardi di euro), solo parzialmente compensata dalla crescita dell'anno successivo (50 miliardi di euro).

I massimi toccati nel 2008 risultano ancora lontani (-27% rispetto al 2015), tuttavia, guardando ai dati dell'ultimo triennio e a quelli del periodo 2009-2012, appare evidente un tentativo del settore di riprendere il percorso interrotto bruscamente nel 2008.

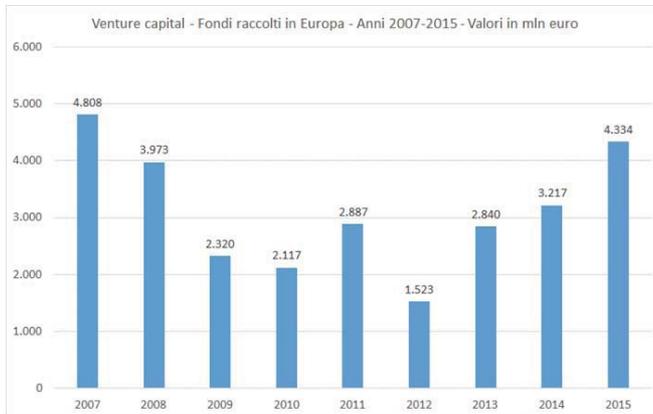


Per quanto riguarda la raccolta del 2015 per tipologia di investimento, oltre l'80% dei fondi (40 miliardi di euro) riguarda operazioni di "Buy out", mentre il 10% (4 miliardi di euro) è relativo al Venture capital: di quest'ultima tipologia, il 48% (2 miliardi di euro) è relativa alla tipologia "Early stage", seguita dal "Balanced" (1,3 miliardi) e dal "Later stage venture" (1 miliardo).

Con il termine "**Buy out**" ci si riferisce all'acquisizione di un'impresa attraverso il ricorso prevalente a capitale di debito che poi sarà rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa generati dall'impresa acquisita.

Con il termine "**Early stage**" ci si riferisce ad un investimento in capitale di rischio effettuato nelle prime fasi di vita di un'impresa.

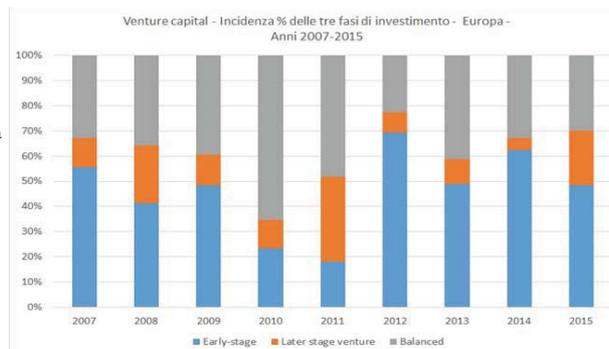
Con il termine "**Balanced**" ci si riferisce a fondi raccolti e destinati ad investire sia nella fase di "Early stage" che in quella di "Later stage venture" (investimento, quest'ultimo, effettuato nelle fasi di sviluppo dell'impresa e conosciuto anche con il termine di "Expansion").



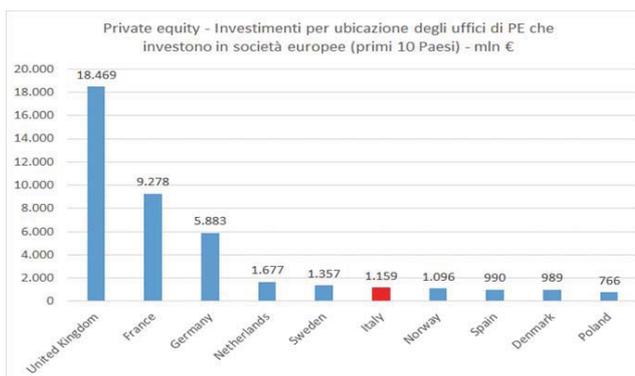
Allargando il periodo d'analisi della raccolta effettuata nell'ambito del Venture capital, è evidente anche in questo caso, come già visto in quello più generale del Private equity, il brusco rallentamento della raccolta dei fondi dal 2009 al 2012 (in media, intorno ai 2 miliardi di euro) e la ripresa e il consolidamento tra il 2013 e il 2015, evoluzione che fa ben sperare per il 2016 e gli anni successivi.

### Gli Investimenti

Relativamente alla composizione degli investimenti in Venture capital, tra il 2007 e il 2015 l'incidenza delle due tipologie, Early stage e Later stage venture ha subito modifiche rilevanti: negli anni centrali della crisi finanziaria, 2010-2011, la raccolta destinata all'Early stage si è fortemente contratta (dai 2,6 miliardi del 2007 ai 500 milioni del 2010 e del 2011) per poi risalire a 2 miliardi nel 2014 e nel 2015.

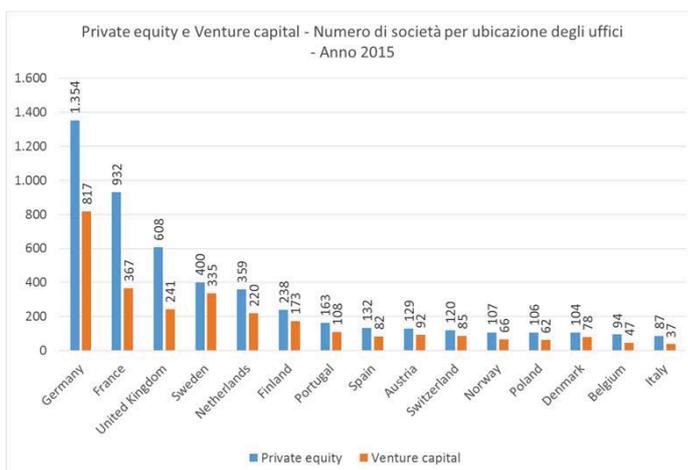
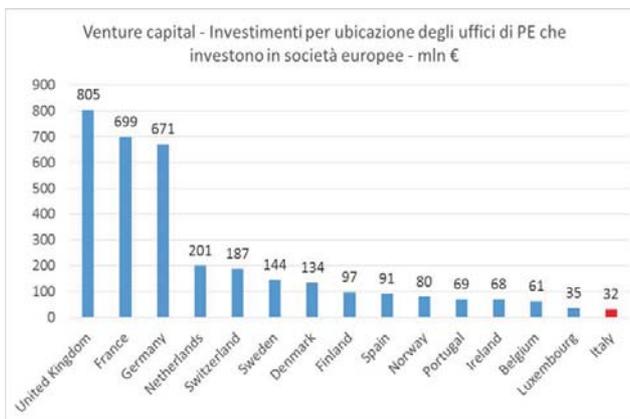


Piuttosto contenuta la raccolta di fondi per il Later stage venture, ai minimi nel 2012 (appena 122 milioni di euro) e in ripresa solo dal 2015 (poco meno di un miliardo di euro).



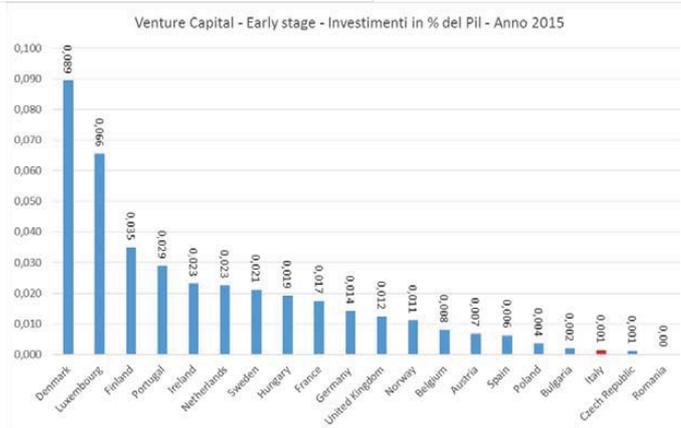
Entrando nel dettaglio dei singoli Paesi europei e guardando ai fondi investimenti relativamente all'ubicazione degli uffici di Private equity che li hanno effettuati, emerge un quadro piuttosto chiaro e definito: Gran Bretagna (18,5 miliardi di euro; 41% del totale), Francia (9,3 miliardi; 21%) e Germania (5,8 miliardi; 13%) rappresentano oltre il 70% del mercato, seguiti a grande distanza dagli altri Paesi, compresa l'Italia (1,2 miliardi; 2,6%), accreditati di un livello di investimenti effettuati compresi tra i 500 milioni di euro e gli 1,7 miliardi di euro.

Situazione analoga anche se si scende nel dettaglio della sola quota di investimenti di Venture capital: Gran Bretagna, Francia e Germania (anche se con quote più equilibrate) rappresentano il 60% del mercato continentale, lasciando agli altri Paesi quote residue: particolarmente contenuta la quota di investimenti delle società ubicate in Italia (32 milioni di euro e lo 0,9% del totale), elemento quest'ultimo che evidenzia il ritardo accumulato dal nostro paese rispetto agli altri principali paesi europei.



Per quanto riguarda il numero degli operatori, sia di Private equity che limitatamente ai Venture capital, la Germania guida la graduatoria dei paesi europei, seguita dalla Francia e dalla Gran Bretagna: molto arretrata la posizione dell'Italia dove sono ubicati solamente 87 uffici di Private equity e 37 di Venture capital.

Interessante, infine, il dato relativo al peso percentuale degli investimenti in Early stage sul Prodotto interno lordo: di nuovo, l'Italia con lo 0,001% si colloca in coda alla graduatoria dei Paesi europei, molto al di sotto di quanto avvenuto negli altre grandi nazioni continentali, Germani, Francia e Gran Bretagna, che presentano valori superiori di oltre dieci volte a quello italiano.



## IL FONDO EUROPEO DI INVESTIMENTI

Informazioni e dati tratti dal sito: <http://www.eif.org/>

[http://www.eif.org/what\\_we\\_do/equity/eaf/](http://www.eif.org/what_we_do/equity/eaf/)

Il Fondo europeo per gli investimenti (FEI) è un'istituzione europea il cui scopo principale è sostenere la creazione, la crescita e lo sviluppo delle piccole e medie imprese (PMI).

È stato istituito nel 1993 sulla base di una proposta avanzata nell'ambito del Consiglio europeo di Edimburgo del dicembre 1992.

Il Fondo è una partnership tra pubblico e privato con un azionariato suddiviso tra:

- la Banca europea degli investimenti: azionista di maggioranza con il 62%;
- l'Unione europea, per il tramite della Commissione, che possiede il 29% delle azioni;
- 30 banche e istituzioni finanziarie europee, provenienti dai membri dell'Unione europea e dalla Turchia, che possiedono la restante quota del 9%.

Il capitale del Fondo è pari a 3 miliardi di euro, suddiviso in 3.000 azioni, 60 delle quali sono state create ma non ancora rilasciate e che serviranno per portare al 30% la quota della UE.

Con i suoi finanziamenti, il Fondo opera lungo tutta la catena di creazione del valore dell'impresa e, in particolare, attraverso: strumenti azionari, con investimenti in venture capital, incubatori e trasferimenti di tecnologia; garanzie e strumenti di supporto all'attivazione del credito, con la securitization e la concessione di garanzie e contro-garanzie per portafogli di micro-credito, prestiti e leasing alle PMI nei confronti di banche, compagnie di leasing e altre istituzioni finanziarie.

Per quanto riguarda gli interventi del FEI realizzati in Italia nell'ambito "Equity", FEI è uno dei più grandi investitori internazionali attivi in Italia, sia nella fase di early stage che in quelle successive: dal gennaio 2015 fino ad aprile 2016, FEI ha effettuato 8 investimenti corrispondenti a 230 milioni di euro e mobilitando oltre 1,1 miliardi di euro.

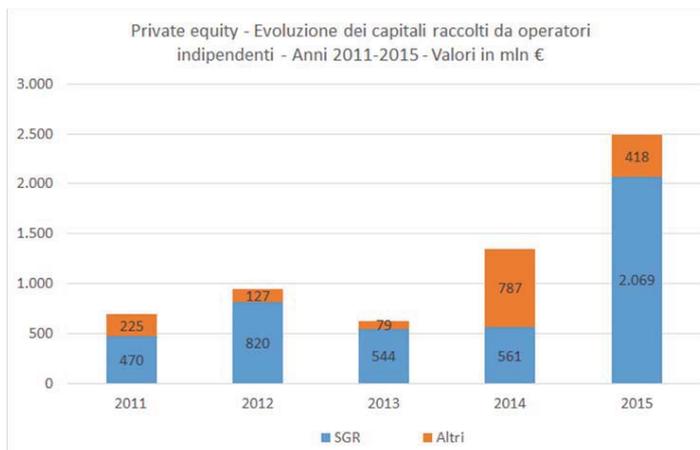
FEI ha anche iniziato a investire in fondi di credito italiani, con le prime operazioni realizzate nel 2015 e continuate anche nel 2016: da questo punto di vista, l'Italia si conferma uno dei mercati più attivi per questa nuova classe di asset emergenti e FEI prevede di investire ulteriormente sia negli ultimi mesi del 2016 che negli anni futuri.

Sempre nel 2015 è stato completato il progetto di aprire in Italia un ufficio dello European Angels Fund. E questo permetterà alla FEI di migliorare il suo sostegno al finanziamento delle start-up anche e soprattutto in collaborazione con i Business Angels locali.

Dal 2011, il FEI collabora con il Fondo Italiano di Investimento (FII) per sostenere gli investimenti e l'internazionalizzazione delle PMI italiane. A pagina 12 è riportata una figura che evidenzia la rilevanza assunta da FEI nel mercato del *venture capital*.

## Il quadro nazionale e regionale del private equity e del venture capital

(I dati contenuti in questo capitolo provengono dal Rapporto "Il mercato italiano del Private equity, Venture capital e Private debt nel 2015", pubblicato da AIFI a marzo 2016, e dal database Istat sugli indicatori delle politiche di coesione 2014-2020 relativamente alla tematica "Mercati, capitali, finanza".)



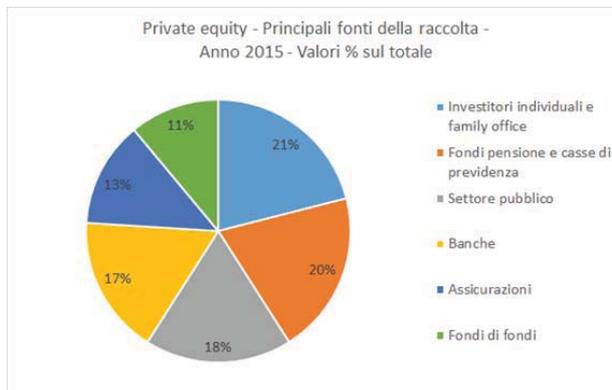
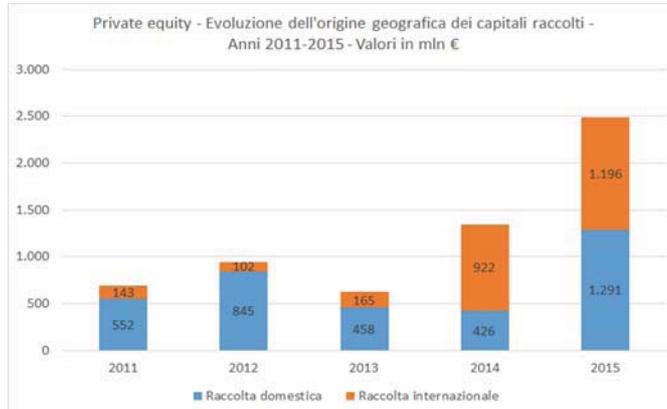
### La raccolta

Il mercato del Private equity italiano ha evidenziato una forte accelerazione, passando dagli 1,3 miliardi del 2014 ai 2,5 miliardi del 2015: preponderante nell'ultimo anno la raccolta effettuata dalle SGR, circa 2 miliardi di euro, valore comunque in parte condizionato da quanto messo in campo dai Fondi italiani per le infrastrutture (F2i), che ha raccolto circa 1,2 miliardi di euro.

## Il mercato del private equity ed il segmento dell'early stage Appendice I alla VexA SF aggiornamento marzo 2017

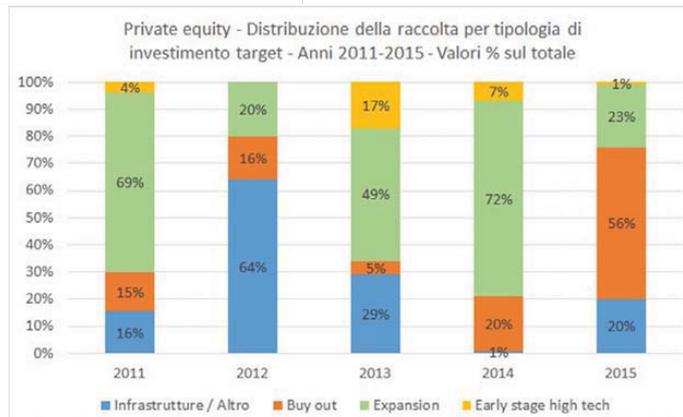
Per quanto attiene l'origine dei fondi, nell'ultimo biennio si è assistito ad un consolidamento sia della raccolta domestica che di quella internazionale, piuttosto contenuta quest'ultima sino al 2013.

Da segnalare che la quota internazionale è fortemente influenzata dall'attività del Fondo strategico italiano, particolarmente attivo dal 2014 presso gli investitori pubblici esteri (la cui raccolta è stata inclusa all'interno di quella degli altri operatori).



Relativamente al solo 2015, è interessante entrare nel dettaglio delle fonti della raccolta da cui emerge un quadro piuttosto variegato: il 21% della raccolta proviene da investitori individuali e family office; il 20% da fondi pensione e casse di previdenza; il 18% dal settore pubblico; il 17% dalle banche; il 13% dalle assicurazioni; l'11% da fondi di fondi.

Infine, per chiudere il quadro sulla raccolta dei fondi, la distribuzione per tipologia di investimento target: molto variabile negli anni osservati l'incidenza delle quattro tipologie considerate, Infrastrutture, Buy out, Expansion e Early stage high tech: nel 2011, 2013 e 2014 prevale la tipologia Expansion, nel 2012 quella relativa al target Infrastrutture e, infine, nel 2015 la tipologia Buy out.

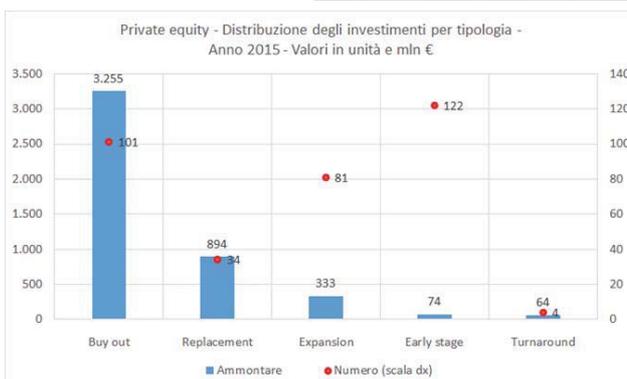
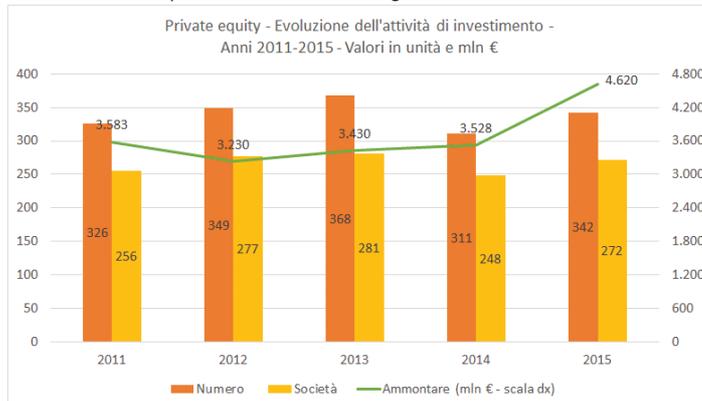


Da segnalare, elemento comune a quasi tutti gli anni esaminati con la sola eccezione del 2013, la ridotta raccolta per il target Early stage, appena l'1% del totale del 2015.

## Gli investimenti

Nel 2015, a livello nazionale si è avuta una rilevante espansione dell'ammontare degli investimenti: 4,6 miliardi di euro, oltre un miliardo di euro in più rispetto agli anni precedenti.

Alla crescita in volume degli investimenti in private equity non ha fatto seguito un corrispondente incremento del numero delle operazioni né delle società finanziate: ne consegue che, tra il 2011 e il 2015, si è avuto un incremento della dimensione media degli investimenti.



Guardando alla tipologia degli interventi realizzati nell'ultimo anno, a livello numerico primeggia l'investimento effettuato nelle prime fasi di vita dell'impresa (Early stage), con 122 operazioni, seguito dall'acquisizione dell'impresa (Buy out), con 101 operazioni, dall'investimento effettuato nella fase di sviluppo dell'impresa (Expansion), con 81 operazioni, per chiudere con operazioni di Replacement (34) e Turnaround (4).

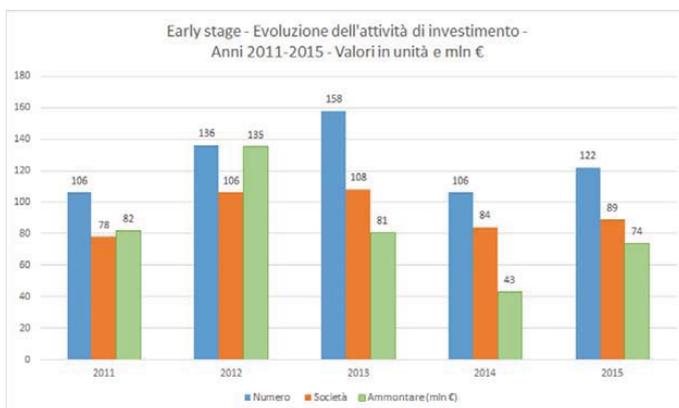
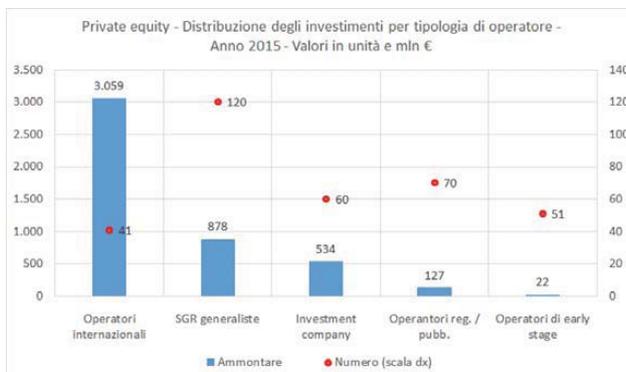
Se dal numero di operazioni si passa al volume degli investimenti effettuati, è evidente la forte concentrazione degli interventi di Buy out (3,25 miliardi di euro), seguita dal Replacement (894 milioni di euro), dall'Expansion (333 milioni), dall'Early stage (74 milioni) e dal Turnaround (64 milioni).

Ad effettuare gli investimenti sono, in particolare, gli Operatori internazionali (41 operazioni per 3 miliardi di euro di investimenti), le SGR generaliste (120 operazioni e 878 milioni di euro) e le Investment company (60 operazioni per 534 milioni di euro). Più distanziati, soprattutto in relazione al volume degli investimenti, gli Operatori regionali / pubblici (70 operazioni per 127 milioni di euro) e gli operatori specializzati nell'Early stage (51 operazioni e 22 milioni di euro).

Con il termine **"Replacement"** ci si riferisce un investimento destinato alla riorganizzazione della compagine societaria di un'impresa, in cui l'investitore in capitale di rischio si sostituisce, temporaneamente, ad uno o più soci.

Con il termine **"Turnaround"** ci si riferisce ad un investimento in capitale di rischio destinata all'acquisizione di un'impresa in dissesto finanziario, al fine di ristrutturarla, renderla profittevole e, infine, rivenderla.

La classificazione di operatori considerata, e mutuata da AIFI, riflette la metodologia internazionale maggiormente utilizzata: nel dettaglio, per “operatori internazionali” si intende operatori che, pur non avendo un advisor stabile sul territorio italiano, hanno realizzato operazioni in imprese del nostro Paese; per “SGR generaliste”, si intendono operatori che sono attivi in più Paesi, compresa l'Italia; per “Investment company”, si intendono società di gestione del risparmio (SGR) e altri investitori, differenti dalle SGR generaliste, specificatamente dedicati all'Italia. .

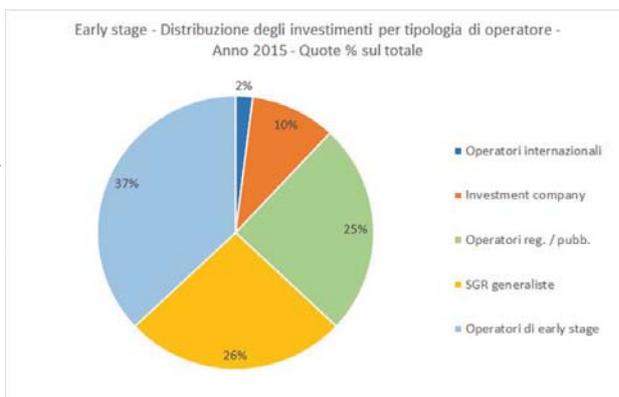


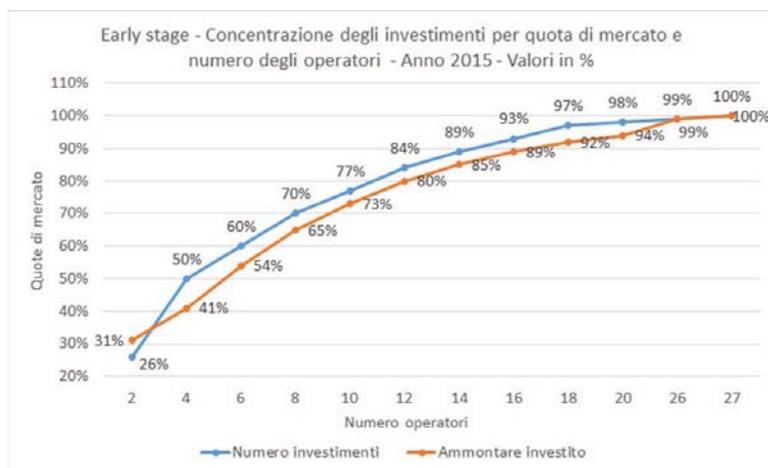
Proprio gli investimenti effettuati nelle prime fasi di vita dell'impresa (Early stage), rappresentano un fenomeno particolarmente rilevante nell'ambito del private equity, fenomeno che tuttavia stenta a decollare nel panorama nazionale, così come evidenziato dalla recente evoluzione delle operazioni di investimento messe in campo dagli operatori finanziari.

Tra il 2011 e il 2015, infatti, l'andamento delle operazioni di Early stage è stato altalenante, raggiungendo il massimo in termini di interventi effettuati (158) e società finanziate (108) nel 2013, e in termini di volume investito (135 milioni di euro) nel 2012.

Il 2014 è risultato l'anno meno dinamico nel quinquennio preso in esame, con appena 43 milioni di euro di operazioni: nel 2015 tutti i numeri risultano in crescita anche se ancora distanti dai massimi del 2012-2013.

Per quanto riguarda gli operatori che hanno effettuato investimenti di Early stage, il 37% delle operazioni sono state messe in campo dagli operatori specializzati in questa tipologia di interventi; a seguire, le SGR generaliste (26%), gli operatori regionali (25%), le Investment company (10%) e gli Operatori internazionali (2%).





Molto interessante, relativamente agli operatori finanziari impegnati in interventi in Early stage, il livello di concentrazione degli investimenti effettuati nel 2015: su un totale di 27 operatori censiti, oltre il 50% degli investimenti e dell'ammontare investito afferisce ai primi 6 operatori, percentuali che salgono al 70-75% se si estende l'analisi ai primi 10 operatori.

#### IL FONDO ITALIANO DI INVESTIMENTO

(Estrazione e rielaborazione dei contenuti della "Relazione annuale del Fondo Italiano di Investimento al 31 dicembre 2015" – Febbraio 2016).

Il Fondo, nato su iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze nel 2010, ha avuto l'adesione delle più importanti istituzioni finanziarie e imprenditoriali del Paese, con l'obiettivo di supportare le PMI nel loro processo di sviluppo, operando attraverso interventi di capitalizzazione, in funzione della loro crescita, sia nazionale che internazionale.

Il Fondo opera sia attraverso l'assunzione di partecipazioni dirette, prevalentemente di minoranza, nel capitale di imprese italiane, sia come fondo di fondi, investendo in altri fondi la cui operatività è in linea con quella del Fondo Italiano.

L'attività di investimento diretto si rivolge alle imprese italiane in fase di sviluppo con fatturato indicativamente compreso tra 10 -250 milioni di Euro, con l'obiettivo di creare una fascia più ampia di aziende di medie dimensioni che, pur mantenendo la flessibilità e l'innovazione tipica delle PMI, possano disporre di una struttura patrimoniale e manageriale adeguata e di una governance funzionale per competere a livello internazionale.

Il Fondo si propone, pertanto, come partner in grado di supportare le aziende nell'affrontare processi di sviluppo, aggregazione, internazionalizzazione, ricambio generazionale e riorganizzazione societaria.

Il Fondo ha una dotazione 1.200.000.000 di Euro, corrispondente a 4.800 quote del valore unitario di 250.000 Euro ed è operativo dal 10 novembre 2010.

La durata del Fondo è di 12 anni a decorrere dalla chiusura parziale delle sottoscrizioni, 9 novembre 2010, con scadenza 31 dicembre 2022, oltre al periodo di grazia.

Al 31 dicembre 2015 l'ammontare da richiamare è pari a Euro 575.341.320, essendo stati richiamati 624.658.680 Euro (pari al 52,05% delle sottoscrizioni raccolte), di cui 69.984.000 Euro nel 2015, 85.099.200 Euro nel 2014, 132.724.800 Euro nel 2013, 182.011.200 Euro nel 2012, 148.839.480 Euro nel 2011 e 6.000.000 Euro nel 2010.

Gli investimenti diretti finora deliberati e perfezionati sono pari a 39 (inclusi gli add-on), per un ammontare di circa 400 milioni di Euro (di cui circa 366 milioni di Euro effettivamente investiti), mentre il totale degli impegni deliberati per i fondi ammonta a circa 440 milioni di Euro, distribuiti su 21 veicoli di investimento; il totale complessivamente deliberato è pari, quindi, ad oltre 840 milioni di Euro, corrispondente a circa l'80% del capitale gestito dal Fondo, disponibile per investimenti.

L'intervento del Fondo Italiano ha attratto risorse finanziarie per oltre 2 miliardi di Euro, di cui circa 500 milioni provenienti da primari investitori istituzionali esteri, aventi come focus investimenti in PMI italiane.

Al 31 dicembre 2015, il numero complessivo delle aziende oggetto di investimento, anche tramite l'attività di fondo di fondi, è di oltre 150 (di cui 60 le start-up collegate all'attività di venture capital) con un fatturato di circa 5 miliardi di Euro e con circa 27.000 dipendenti (di cui oltre 1.200 riconducibili al venture capital).

Con il termine "Add-on" ci si riferisce ad operazioni di acquisizione condotte da società partecipate su altre società per aumentare la propria quota di mercato o ampliare la gamma dei prodotti offerti.

**Gli investimenti diretti**

La dimensione media degli investimenti è pari a circa 11,5 milioni di Euro, mentre la quota di partecipazione media è pari a circa il 22%. Considerando il settore di operatività delle 27 società in portafoglio, 7 (26%) sono attive nella componentistica industriale; 5 (19%) nei beni di consumo; 4 (15%) nei servizi (sia indirizzati alla persona che per l'industria); 3 (11%) nel comparto delle macchine utensili e degli impianti; 2 (7%) nello shipping e nella cantieristica; 2 (7%) nel biomedicale e pharma; 2 (7%) nell'automotive; 1 (4%) nell'ICT e 1 (4%) nel settore Media e Entertainment.

Se si considera, invece, la localizzazione geografica, 13 (48%) sono le aziende nell'area Nord Est (compresa la Lombardia); 9 (33%) nel Nord Ovest; 4 (15%) nel Centro e 1 (4%) nel Sud.

Sotto il profilo dimensionale, il numero medio di dipendenti è aumentato di circa il 20% (da 260 a 312 circa) così come il fatturato medio, +25% (da 60 a 75 milioni di Euro) nonché la percentuale dell' export +10% (dal 50% al 60%).

Nel complesso, le aziende in portafoglio hanno perfezionato oltre 40 operazioni di acquisizione e/o joint venture, prevalentemente a livello internazionale.

**Gli investimenti indiretti**

Al 31 dicembre 2015, il commitment sottoscritto nei 21 fondi in portafoglio è pari a 428 milioni di Euro (con una dimensione media di circa 20 milioni di Euro), a cui si aggiungono ulteriori 11 milioni di Euro, deliberati ed in fase di sottoscrizione, per un totale di Euro 439 milioni.

In merito alla localizzazione geografica, 17 (81%) fondi investono sull'intero territorio nazionale mentre 4 (19%) investono in aree più ristrette; in particolare, due fondi investono prevalentemente nell'area Nord-Est, un fondo investe in Lombardia e un altro fondo investe nel Centro-Sud Italia.

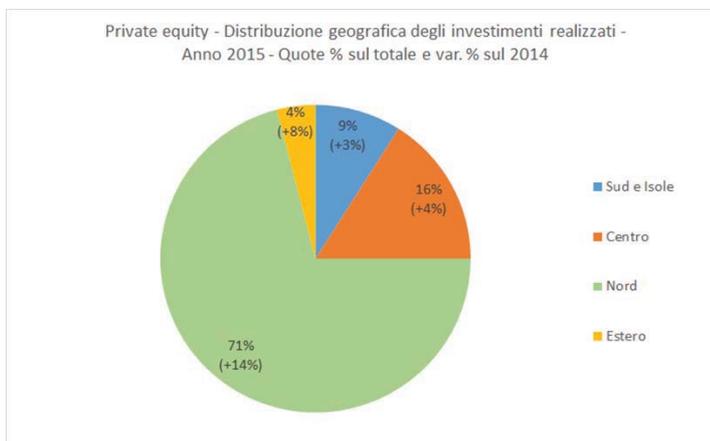
A livello settoriale, 15 fondi investono in imprese già esistenti, per lo più di proprietà familiare, che necessitano di supporto finanziario e manageriale, con particolare vocazione internazionale; 5 fondi investono in venture capital, con l'obiettivo di sostenere la nascita e lo sviluppo di imprese italiane innovative mentre un fondo investe in aziende operanti nel settore ambientale.

Il numero di imprese riconducibili agli investimenti indiretti è di oltre 120 (di cui 60 start-up), con un fatturato complessivo di oltre 3 miliardi di Euro e 13.000 dipendenti (di cui 1.200 riconducibili all'attività di venture capital).

Ad oggi i fondi hanno ricevuto ed analizzato oltre 200 proposte di investimento, con focus sia nazionale che territoriale.

**I dati regionali**

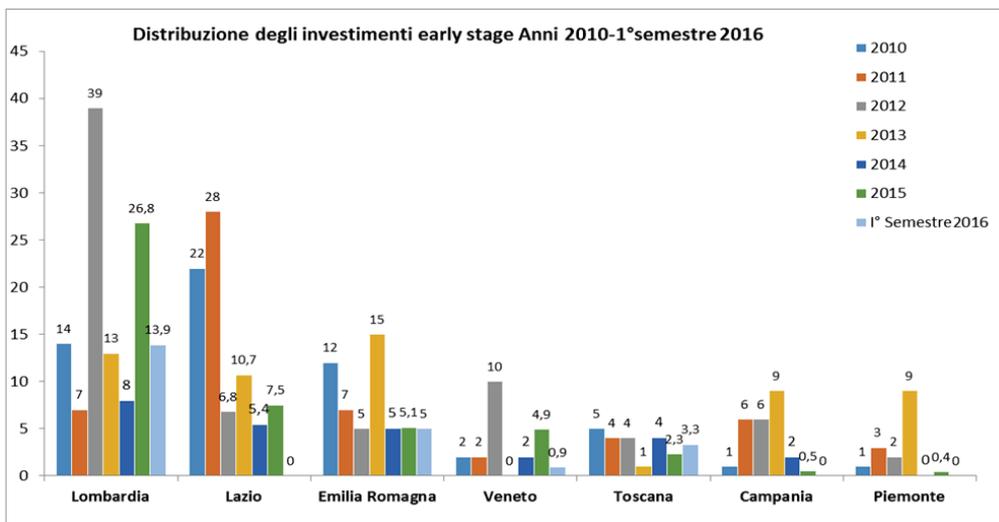
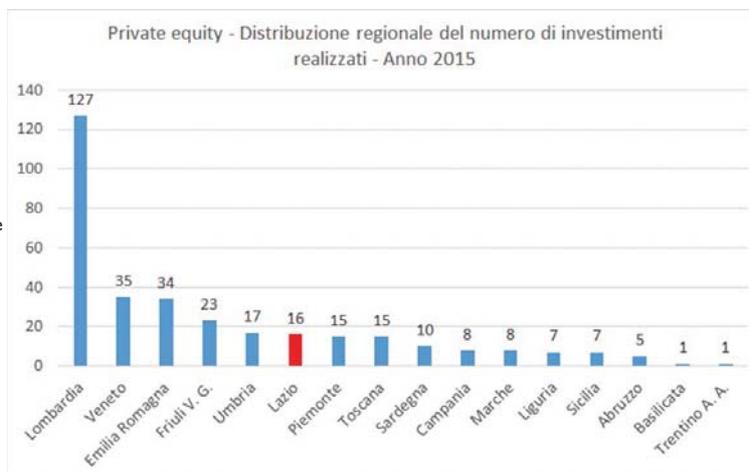
Il quadro nazionale degli investimenti in Private equity evidenzia, come appena visto, un limitato utilizzo di tale strumento finanziario per il supporto alle strategie di investimento delle imprese.



Se si scende al di sotto del livello nazionale, tale affermazione appare ancora più evidente se rivolta alle aree meridionali del Paese: nel 2015, solo il 16% degli investimenti è stata effettuato nel Centro (+4% sul 2014) contro il 71% del Nord (+14%).

Scendendo a livello regionale, sui 329 investimenti realizzati ben 127 sono stati effettuati in Lombardia; il Lazio (16) si colloca a grande distanza e dopo diverse altre regioni: Veneto (35), l'Emilia Romagna (34), il Friuli V. G. (23), l'Umbria (17).

Se si estende il periodo di analisi al 2010, è evidente come gli investimenti in Early stage abbiano subito un forte rallentamento nel 2014 in tutte le principali regioni italiane e, in particolare, in Lombardia (dai 39 milioni di euro del 2012 agli 8 del 2014) e nel Lazio (dai 28 milioni del 2011 ai 3 del 2014).



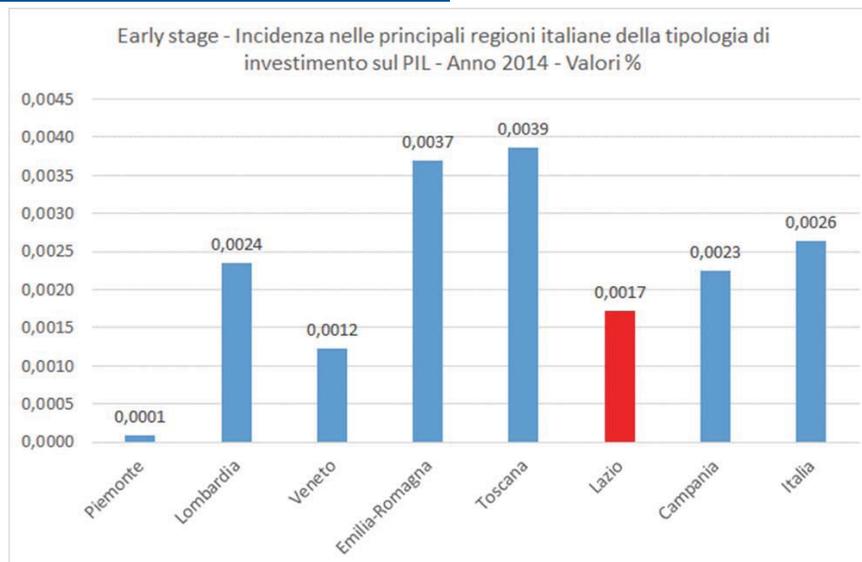
Il triennio 2012-2014 è quello durante il quale si sono concentrati maggiormente gli interventi messi in campo dalla Regione Lazio con il "Fondo POR FESR 2007/2013 Attività 1.3 – Venture Capital".

Per quanto riguarda, infine, l'incidenza degli investimenti in Early stage sul Pil delle singole regioni italiane, indicatore utilizzato per il monitoraggio delle politiche regionali in tema di Private equity finanziate anche con fondi UE, emerge un quadro piuttosto chiaro del ritardo in cui versa l'Italia su questo tema:

l'indicatore è pari allo 0,0026% a livello nazionale e scende allo 0,0017% nel Lazio e allo 0,0024% in Lombardia: la Toscana, tra le regioni esaminate, presenta il valore più elevato (0,0039%).

Se si estende l'analisi a tutte le regioni italiane, al primo posto troviamo la Sardegna con lo 0,02% degli investimenti in Early stage sul Pil regionale.

Dati Istat, banca dati degli Indicatori per le politiche di coesione:  
2014 ultimo anno disponibile.



#### INVITALIA VENTURE

(Informazioni tratte dal sito: <http://www.invitaliaventures.it/>)

Nel settembre 2015 è stato costituito "Italia Venture I", il Fondo comune di investimento di tipo chiuso e riservato, gestito dalla SGR Invitalia Ventures S.p.A.

Il Fondo costituisce un patrimonio autonomo, con un capitale di 50 milioni di euro provenienti dal Ministero dello Sviluppo Economico e sottoscritti interamente da Invitalia: a questo capitale, si sono aggiunti quelli sottoscritti ad inizio 2016 dalla multinazionale americana Cisco e da Metec (Gruppo Ginatta) e, più recentemente, una ulteriore quota messa a disposizione da Fondazione di Sardegna, facendo così salire il Fondo a quota 65 milioni di euro.

Il Fondo opera solo in co-investimento con operatori privati, fino ad un massimo del 70% di ogni singolo round di investimento, con un taglio compreso tra 0,5 milioni e 1,5 milioni di euro.

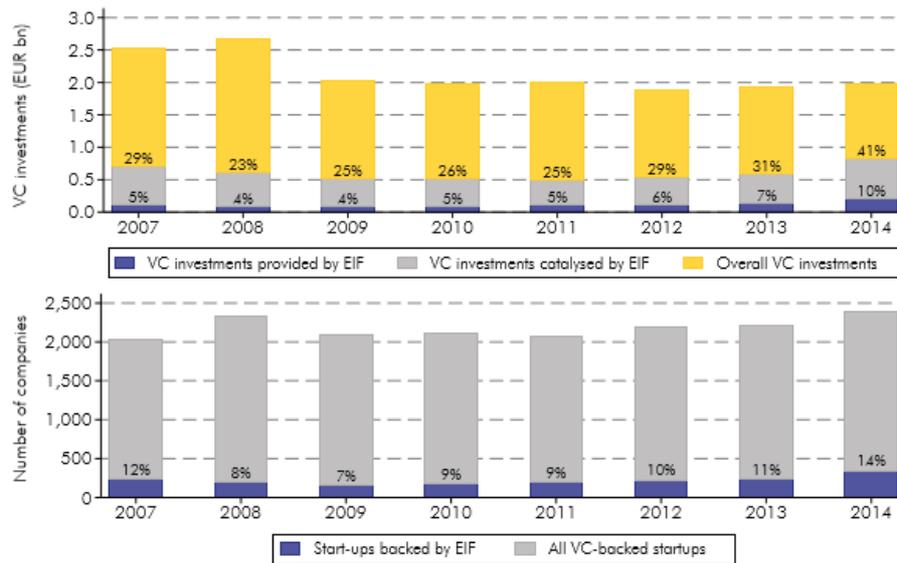
I settori d'investimento sono: Internet & ICT, Logistica & Meccatronica, Biotech & Health, Clean Energy & Green Tech, Governo e PA, Social Impact & Sostenibilità, Food Fashion e Life Style, Fintech.

A settembre 2016, sono stati effettuati investimenti in cinque società:

1. D-Eye (coinvestimento di 1,5 milioni di euro), startup che ha sviluppato un dispositivo ottico brevettato, compatibile con i principali smartphone sul mercato, che permette di effettuare esami della retina sfruttando la telecamera e il sistema di illuminazione di cui ogni dispositivo è già dotato;
2. Sardex (coinvestimento da 700 mila euro), il primo Circuito di Credito Commerciale nato in Sardegna che ha creato uno strumento di credito e pagamento alternativo rispetto a quelli tradizionali;
3. Tensive (500 mila euro di investimento), la startup biomedicale (spin-off della Fondazione Filarete) fondata nel 2012 per produrre protesi innovative per la ricostruzione del seno;
4. Zehus (coinvestimento da 1,5 milioni di euro), spin-off del Politecnico di Milano la cui mission è innovare il settore della mobilità urbana sviluppando soluzioni eco-sostenibili;
5. Echolight (round di investimento da 4 milioni di euro), PMI innovativa, spin-off del CNR di Lecce che opera nel settore "medtech" e ha brevettato "EchoS", la prima soluzione non invasiva per la valutazione della resistenza ossea e la diagnosi precoce dell'osteoporosi.

Figura tratta da "The European venture capital landscape: an EIF perspective. Volume I: The impact of EIF on the VC ecosystem", H. Kraemer-Eis, S. Signore, D. Prencipe EIF Research & Market Analysis, Working Paper 2016/34

Figure 2: EIF's role in the European venture capital market



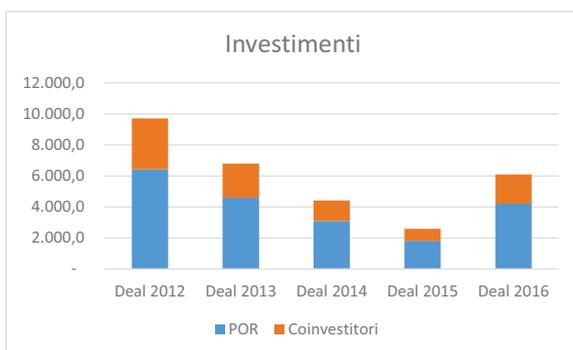
Note: superimposed percentages indicate the share of EIF-provided capital and EIF-backed investments respectively, over the total VC investments in the period

## Appendice 2

### Fondo POR FESR 2007/2013 Attività I.3 – Venture Capital

Risultati al 28/02/2017

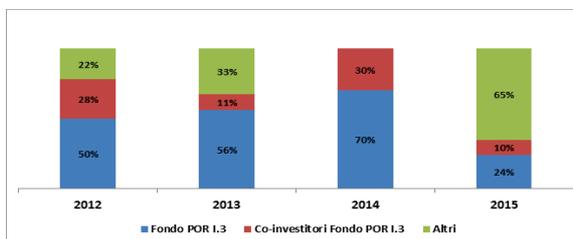
Il Fondo POR FESR 2007/2013 Attività I.3 – Venture Capital (“Fondo I.3”) ha realizzato 36 investimenti in 33 imprese per circa 20,4 milioni di euro, mobilitando circa 10 milioni di euro di investimento congiunti da parte dei coinvestitori privati. Complessivamente sono, pertanto, più di 30 milioni di euro di investimenti nel capitale di rischio, con un taglio medio per impresa pari a circa 940.000 Euro e 630.000 Euro, circa i due terzi, per la quota a carico del Fondo POR I.3.



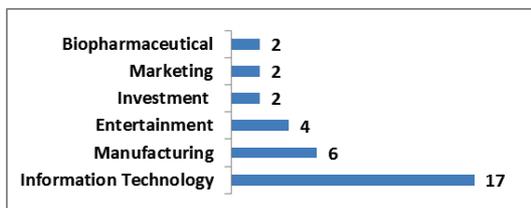
Considerando le date della firma dei patti parasociali che, nella complessa articolazione operativa di un investimento in *equity*, può considerarsi quanto più vicino alla stipula di un accordo vincolante tra le parti (il “*deal*”), si può notare come quasi la metà degli investimenti riguarda le imprese investite nel primo anno (9 *deal*), per poi ridursi negli anni successivi (7 *deal* sia nel 2013 e sia nel 2014), in particolare nel 2015 (solo 2 *deal*), e risalire nel 2016 (8 *deal*).

Questo andamento è dovuto al fatto che a fine 2013 quasi tutte le risorse originariamente stanziati, 20 milioni di euro, incrementati a 24 a fine 2013) erano impegnate (anche se poi taluni investimenti non sono stati realizzati) e che a seguito dei nuovi Orientamenti sul finanziamento al rischio (2014) è risultato necessario apportare dei cambiamenti alla documentazione amministrativa.

Rispetto ai dati relativi al mercato dell'*early stage* del Lazio si può notare che nel 2012, l'investimento totale attivato dal Fondo I.3 rappresenta il 78% del totale. Nel 2013 tale percentuale scende all'66% e nel 2014 raggiunge il 100%.



L'80% delle richieste riguarda progetti di start-up capital ed il 90% delle 33 imprese investite erano in fase di *early stage* al momento del primo investimento del Fondo I.3. 15 di loro sono qualificate come Startup Innovative ai sensi del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179. Se si considerano solo le 24 i cui *deal* sono successivi al 2012 (dopo l'entrata in vigore della normativa) le Startup Innovative salgono alla metà esatta (12).

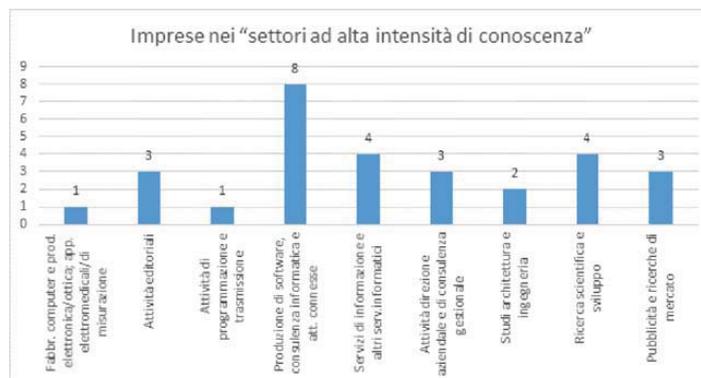


Utilizzando la classificazione dei settori di attività delle imprese diffusa presso gli operatori di mercato (grafico a fianco), spicca il settore dell'*Information and Communications Technology (ICT)* con 17 imprese investite, seguito dal *manufacturing* con 6 imprese e l'*entertainment* con 4 imprese.

## Appendice 2

I settori del *marketing*, del *biopharmaceutical* e dell'*investment* (acceleratori d'impresa localizzati nel Lazio) registrano due imprese ciascuno.

La larga prevalenza degli investimenti, ha riguardato imprese operanti nei settori ad alta intensità della conoscenza, come definiti da Eurostat (29 su 33, l'88% anche in termini di importi investiti).



Le imprese manifatturiere oggetto di investimento sono tutte ad alto contenuto tecnologico, di norma protetto da specifici brevetti, ed operano nel settore aeronautico (elicotteri a uso privato), dell'ottica di precisione (microscopi confocali), dei sistemi domotici, dell'illuminazione (led), dei sistemi per la purificazione dell'aria e dell'arredo bagno di alta gamma.



Nell'elenco dei potenziali coinvestitori, su circa 300 iscritti, il 55% sono *business angels* e il 22% imprese non finanziarie, mentre gli investitori specializzati sono solo il 23% (di cui il 18% *family office* e *holding* di investimento e solo il 6% veri e propri fondi di *venture capital*).

23 imprese consolidate (deal 2012 - 2013 e 2014)	2015	2011	var. %
Fatturato aggregato (milioni)	14,0	4,8	190%
Addetti aggregati	180	90	100%

## Appendice 2

I coinvestitori con cui il Fondo POR I.3 ha operato maggiormente sono stati i *family office* e le *holding* di investimento, seguiti dai *business angels*, molto spesso in *pool*. Nel 16% dei casi il coinvestitore è un fondo di *venture capital*, mentre nel 12% dei casi il coinvestitore è un'impresa non finanziaria, spesso operante in settori affini. In 9 casi su 33 (27%) i coinvestitori in una singola impresa appartenevano a più di una tipologia.

Costo del personale aggregato (milioni)	5,7	1,0	483%
---	-----	-----	------

Nel 16% dei casi il coinvestitore è un fondo di *venture capital*, mentre nel 12% dei casi il coinvestitore è un'impresa non finanziaria, spesso operante in settori affini. In 9 casi su 33 (27%) i coinvestitori in una singola impresa appartenevano a più di una tipologia.

Si sono quindi analizzati i risultati aggregati delle 23 imprese i cui *deal* sono avvenuti entro il 2014, con un investimento del Fondo I.3 pari a 14,1 milioni di euro (a cui si associano 6,9 milioni di euro dei coinvestitori privati).

Sulla base dei dati dei bilancio relativi al 2015 (ultimo esercizio disponibile), tali 23 imprese fatturano complessivamente 14 milioni di euro, il 190% in più del fatturato 2011 (4,8 milioni di euro); occupano 180 addetti, il 100% in più dei 90 addetti del 2011, ed hanno un costo complessivo per il personale di 5,7 milioni di euro, il 483% in più del 2011 (poco meno di un milione di euro).

Il "rendimento", in termini di incremento del costo del personale sull'investimento pubblico del Fondo I.3 in tali 23 imprese, è pari al 28,4%, mentre il rapporto tra incremento del fatturato e investimento pubblico è pari al 66%.

Gli addetti incrementali medi per impresa sono 3,67 per le imprese con *deal* nel 2012 (4 anni), e 2,3 per le imprese con *deal* nel 2013 (tre anni). Il costo medio degli addetti è di circa 32.600 Euro.

Risulta interessante riportare alcuni primi dati al 2016, sebbene non siano stati ancora approvati i bilanci di esercizio delle aziende partecipate. Il 20% di esse mostra nel secondo semestre 2016 un fatturato in crescita del 20% rispetto al semestre precedente, il 70% ha un fatturato stazionario (per alcune di esse il *business plan* prevede una fase di validazione delle tecnologie prima dell'effettiva generazione di ricavi). Per il restante 10% i dati infrannuali non sono significativi, in quanto i ricavi sono tipicamente concentrati nell'ultimo trimestre dell'anno (sebbene l'attività non sia stagionale o ciclica).

Le *exit* realizzate a tutto il gennaio 2017 sono 4, con ritorni per Fondo I.3 pari a circa 3 milioni di euro a fronte di un investimento pari a circa Euro 2 milioni di euro. In una partecipata si registra, inoltre, l'ingresso nel capitale sociale in misura maggioritaria di una multinazionale USA, operazione che, anche in assenza di *exit*, ha notevolmente valorizzato la partecipazione del Fondo I.3. Altre 2 *exit* sono in fase avanzata di trattativa sulla base di valori che permetteranno di raggiungere considerevoli *capital gain*. Si registrano anche 6 *write-off*, dato, comunque, in linea con gli standard di settore.

### Schede sintetiche delle imprese oggetto di investimento

#### Deal 2012

AEVA SPA					
Data Deal	24.02.2012	Tipo operazione	Start up capital	Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	600.000	300.000	300.000	Holding di investimento	
Settore di attività (ATECO 2007)		88.00- Assistenza sociale non residenziale			
Stato		Write off - Cessata			
Business Idea ed altre informazioni:					
Start-up focalizzata su un servizio innovativo di assistenza professionale a persone anziane basato su un approccio clinico c.d. di "Valutazione Multidimensionale" capace di quantificare e qualificare, in base a circa 350 parametri, le					

## Appendice 2

capacità residue della persona e individuare i suoi problemi medici, psicologici, e sociali per giungere ad una diagnosi completa di tutti i fabbisogni; l'analisi avviene attraverso un software messo a punto dall'azienda che rappresenta un'innovazione nel campo dell'assistenza (innovazione sociale).

Sebbene l'azienda ha ottenuto numerosi riconoscimenti testimoniate da numerose notizie apparse sulle riviste di settore, sono venuti a mancare i flussi di cassa provenienti dalla sanità pubblica, voce fondamentale del *business model*.

Importi ( '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	311	0	1
Dati 2011	Costituita il 29/2/2012		

ASTER SPA					
Data Deal	16.03.2012	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	500.000	300.000	200.000	Holding Investimento settore tecnologico	
Settore di attività (ATECO 2007)		71.12 Attività di studio d'ingegneria			
Stato		In portafoglio – attiva			
Business Idea ed altre informazioni:					
Nata come spin-off del gruppo internazionale Assystem, offre il supporto ingegneristico per l'industria civile e militare e la consulenza specialistica a istituzioni internazionali per la gestione di grandi progetti. Tra i principali clienti annovera Selex, MBDA Italia, Telespazio, E-Geos, Page Europa, Arin e Vitrociset e organismi quali l'ASI, l'ESA e la Commissione Europea. Ha creato dei nuovi sistemi di monitoraggio per la sicurezza e la gestione dei transiti veicoli sia in ambito portuale che aerospaziale.					
Aster, in seguito alla realizzazione del <i>software</i> per la gestione della sicurezza e transito merci del porto di Algeri, è diventato un importante partner per i Paesi degli Emirati Arabi. Il management è prossimo a concludere nuovi accordi con aziende cinesi al fine di rendere "Smart" la città di Shanghai.					
Importi ( '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti		
Dati 2015	3.592	2.059	43		
Dati 2011	1.399	294	13 <sup>1</sup>		

ARKIMEDIA SRL					
Data Deal	25/5/2012	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	3.700.059,00	2.590.015,52	1.110.043,48	Pool di Business Angels professionisti del settore media & entertainment	

<sup>1</sup> Si tratta di occupazione "salvaguardata", in quanto la filiale italiana era destinata alla chiusura.

## Appendice 2

Settore di attività (ATECO 2007)	60.20- Programmazione e trasmissioni televisive		
Stato	Write off – in liquidazione		
Business Idea ed altre informazioni:			
<p>Ha realizzato iLIKE.TV è il primo canale televisivo “social” al mondo basato sulla partecipazione diretta alle trasmissioni in tempo reale tramite social network con una numerosa community con picchi di ascolto che arrivano a superare gli ascolti di canali internazionali: il lancio del format “Dance School” ha generato indici di partecipazione pari al 38% degli utenti iscritti a Facebook, più del doppio e fino a 8 volte i valori dei programmi più interattivi in Italia come “Amici” di Canale 5 o “Le Iene” di Italia1.</p> <p>È stata finalista come start-up più innovativa in Italia alla business competition della fondazione californiana “Mind The Bridge”, e nel 2012 ha ricevuto la nomination per miglior canale di intrattenimento agli “Eutelsat”. A luglio 2013 è stata invitata al primo evento “Big Tent” organizzato da Google in Italia (<a href="http://big-tent.appspot.com">http://big-tent.appspot.com</a>) dove ha suscitato l'attenzione dei media di settore e generalisti prima fra tutti la RAI (<a href="http://www.arkimedia.com/pressclip">www.arkimedia.com/pressclip</a>). A ottobre 2013 è stata invitata al Web Summit di Dublino (<a href="http://2013.websummit.net/">http://2013.websummit.net/</a>).</p> <p>Pur avendo raggiunto 10 addetti e, nel 2014, quasi 1,2 mil. di fatturato la società non ha tuttavia raggiunto il punto di pareggio, inoltre l'azienda ha visto ridimensionata l'incidenza dei ricavi proveniente da marketing e pubblicità, settore che in questi anni sta vivendo una profonda crisi.</p>			
Importi ('000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	3	190	7
Dati 2011	Dati non significativi, costituita l' 1/2/2011 ma operativa dal 2012		

FHOSTER SRL						
Data Deal	18.07.2012	Tipo operazione	Start up capital		Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coininvestitore		
	730.000	510.000	220.000	Pool di business angel		
Settore di attività (ATECO 2007)	62.01 Produzione di software non connesso all'edizione					
Stato	In portafoglio – attiva					
Business Idea ed altre informazioni:						
<p>Opera nel settore del <i>cloud computing</i> avendo sviluppato una piattaforma tecnologia molto innovativa per la gestione di dati e la distribuzione di informazioni in ambiente <i>cloud</i> per aziende ed enti. Tra i principali clienti annovera il Ministero Turismo e Beni Culturali, l'Università Cattolica, la Fondazione ICONA, l'IRCCS di Aviano (Centro Oncologico). Il successo dell'azienda è correlato alla facilità con cui la piattaforma permette di gestire i dati di un database, a ciò si unisce una “robustezza” e “sicurezza” del SaaS. Su questi elementi si basa il rapporto tra Fhoster ed, in particolare, gli enti pubblici.</p>						
Importi ('000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti			
Dati 2015	683	281	11			
Dati 2011	18	119	4			

## Appendice 2

MEDIAPHARMA SRL						
Data Deal	23/7/2012	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovative	NO
Investimento (Euro)	Totale		Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	350.000		200.000	150.000	Holding Investimento con portfolio diversificato	
Settore di attività (ATECO 2007)		72.19.09 Ricerca e sviluppo sperimentale nel campo delle altre scienze naturali e dell'ingegneria				
Stato		Ceduta per 310.000 euro (plusvalenza 110.000 euro), disgiuntamente dai Coinvestitori				
Business Idea ed altre informazioni:						
<p>La Società, nata come spin-off universitario, opera nel settore delle biotecnologie farmaceutiche ed in particolare nella ricerca, sviluppo e commercializzazione di anticorpi monoclonali per la cura dei tumori e di altre malattie ancora prive di soluzione terapeutiche soddisfacenti. La Società è proprietaria di due domande di brevetto depositate negli USA ed in Europa per anticorpi che riconoscono importanti bersagli delle cellule tumorali. L'azienda collabora con numerose università e istituti internazionali tra cui il Max-Planck Institute of Martinsried (Germania), Nerviano Medical Sciences dell'Università di Verona, Università dell'Aquila, Philogen, Institut Paoli-Calmettes.</p> <p>L'azienda ha sviluppato dei farmaci in grado di veicolare, tramite anticorpi che riconoscono specificamente le cellule tumorali, molecole altamente citotossiche che sono poi rilasciate in modo specifico nel sito d'azione. Ha aperto il proprio azionariato ad un'importante multinazionale. Lazio Innova è stata candidata per l'operazione, tra le finaliste del "Premio Dematté Private Equity of the Year" promosso da AIFI (l'associazione italiana di riferimento del capitale di rischio) nella sezione "Early Stage" ricevendo una menzione speciale per la "valorizzazione della ricerca scientifica".</p>						
Importi ('000 Euro)	Fatturato		Costo del Personale		Addetti	
Dati 2015	35		77		2	
Dati 2011	18		0		0	

NEXTSTYLER SRL						
Data Deal	25.07.2012	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale		Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	500.000		350.000	150.000	Fondo di venture capital e business angels	
Settore di attività (ATECO 2007)		73.11.02 Conduzione di campagne di marketing e altri servizi pubblicitari				
Stato		Write off – in liquidazione				
Business Idea ed altre informazioni:						
<p>Start up nel settore fashion/social, produce capi d'abbigliamento di fascia alta disegnati da stilisti emergenti scelti da un panel di esperti internazionali (tra cui Mauro Benetton, Lidewij Edelkoort, Max Verrè) e poi votati dalla propria community online (che contava 50.000 visitatori/anno, 6.000 utenti registrati, 400 stilisti iscritti) in contest stagionali.</p> <p>Ha vinto il premio come miglior start-up alla competizione "Web Factor – Show me your best!" organizzato da "Wind Business Factor", è stata selezionata a rappresentare l'Italia "all'Italian Business &amp; Investment Initiative" a New York ed al TechCrunch (il più importante meeting internazionale dedicato alle start-up). Diversi giornali hanno dedicato interi servizi definendola come un "caso di successo dell'imprenditoria giovanile" (Gioia n° 14 del 13/04/13, ELLE marzo</p>						

## Appendice 2

2013, Harper's Bazaar USA e UK aprile 2013, Sole24ore dicembre 2012, La Repubblica - ottobre 2012).

Nonostante il successo di critica l'azienda non ha raggiunto il punto di pareggio ed è stata posta in liquidazione.

Importi ('000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	65	80	3
Dati 2011	18	0	0

STEREOMOOD SRL						
Data Deal	18.09.2012	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale		Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coininvestitore	
	600.000		300.000	300.000	Fondo di venture capital, pool di business angels.	
Settore di attività (ATECO 2007)		62.09.09 Altre attività connesse alle tecnologie dell'informatica				
Stato		Write off - cessata				
Business Idea ed altre informazioni:						
<p>Web-radio a vocazione internazionale, che consente di ascoltare musica in <i>streaming</i> attraverso <i>playlist</i> di brani musicali adatti a determinati stati d'animo (<i>mood</i>) o a particolari attività psicofisiche. Basa, infatti, il proprio prodotto su un innovativo algoritmo in grado di indirizzare il brano musicale più in linea con il profilo dell'utente. Le metriche relative agli users hanno raggiunto punte molto elevate: circa 4 milioni di visitatori al mese e 740.000 utenti registrati. Riviste internazionali come Forbes (novembre 2011), Mashable (maggio 2010), The Telegraph (maggio 2010), Huffington Post (febbraio 2011) le hanno dedicato interi articoli.</p> <p>Il modello di <i>business</i> si è trovato tuttavia in conflitto con quello delle dirette concorrenti; quest'ultimi hanno beneficiato di <i>deal</i> molto elevati che hanno ridotto tutta la competizione a livello mondiale: Deezer ha ottenuto 107 milioni di US\$, Spotify 1 miliardo di US\$. Grazie a tali risorse finanziarie i <i>competitor</i> hanno potuto rendere gratuiti gli abbonamenti e gli utenti hanno quindi migrato dalle altre piattaforme, tra cui Stereomood.</p>						
Importi ('000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti			
Dati 2015	0	0	0			
Dati 2011	17	0	0			

INTERACTIVE PROJECT SRL						
Data Deal	24.10.2012	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale		Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coininvestitore	
	520.000		352.000	168.000	Fondo di venture capital	
Settore di attività (ATECO 2007)		58.21.00- Edizione di giochi per computer				
Stato		In portafoglio - attiva				
Business Idea ed altre informazioni:						
<p>La start up sviluppa <i>videogames browser based</i> legati al mondo delle competizioni motociclistiche ed automobilistiche integrate nei principali <i>social network</i> ed utilizzabili con qualunque <i>device</i> (<i>laptop, tablet, etc.</i>). I giochi sviluppati risultano</p>						

## Appendice 2

particolarmente coinvolgenti e realistici (la Nanyang Technological University di Singapore ha infatti iniziato a utilizzare i giochi di Interactive nel corso di "Fundamentals of Management").

Nel luglio 2016 il gruppo internazionale Motosport.com ha investito nella società divenendo socio di maggioranza al 51% e l'ha integrata nel proprio gruppo con l'obiettivo di farla diventare l'implementatore di una serie di videogiochi multiplatforma in ambito motor-sports.

Diversi giornali l'hanno citata come caso di successo tra cui Repubblica (maggio 2013) Panorama Economy (maggio 2012), Wired (gennaio 2012), Sole24Ore (marzo 2012).

Microsoft ha offerto all'azienda la possibilità di entrare nel programma ID@XBOX come *developer* certificato XBOX ONE.

(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	136	100	3
Dati 2011	0	0	0

### K4A SRL

Data Deal	30.11.2012	Tipo operazione	Start-up / Expansion capital	Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)		Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore
		1.785.714,29	1.250.000	535.714,29	Holding di investimento
Settore di attività (ATECO 2007)		71.10- Attività degli studi di architettura, ingegneria ed altri studi tecnici			
Stato		Ceduta per 1.718.263,30 euro (plusvalenza 468.263,30 euro), disgiuntamente dai Coinvestitori			
Business Idea ed altre informazioni:					
K4A ha sviluppato il primo elicottero equipaggiato con un comune motore "automotive", in cui è possibile impiegare normale benzina senza piombo, ampliando l'economicità e il campo di utilizzo degli elicotteri, nel rispetto dei più stringenti vincoli in termini di sicurezza. Inoltre, il velivolo usa un rotore principale coperto da brevetto di proprietà della K4A che elimina le vibrazioni comunemente presenti sugli elicotteri e che normalmente rendono insicuro il volo. Il rotore di coda, anch'esso coperto da brevetto di proprietà K4A, permette, in caso di avaria, di essere svincolato dal propulsore principale determinando una maggiore stabilità generale e una migliore navigabilità del velivolo. Ha collaborato con numerose università ed è comparsa su molte riviste.					
Nel 2015 l'azienda ha siglato una <i>joint venture</i> con la Changxing Aviation Equipment Corporation che ha portato alla realizzazione di una nuova fabbrica che dovrà produrre 150 elicotteri leggeri biposto l'anno. Lazio Innova è stata candidata per l'operazione, tra le finaliste del "Premio Dematté Private Equity of the Year" promosso da AIFI.					
(Importi in '000 Euro)		Fatturato	Costo del Personale	Addetti	
Dati 2015		0	661	25	
Dati 2011		0	0	0	

### Deal 2013

### SPORTUBE SRL

## Appendice 2

Data Deal	20.02.2013	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovative	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori		Tipologia coinvestitore	
	500.000	350.000	150.000		Holding di investimento	
Settore di attività (ATECO 2007)		73.11 Attività di promozione				
Stato		Ceduta per 450.000,00 euro (plusvalenza 100.000 euro), disgiuntamente dai Coinvestitori				
Business Idea ed altre informazioni:						
L'azienda opera nella produzione e distribuzione di contenuti sportivi sui cosiddetti "sport minori" (basket, volley, lega pro calcio), tramite <i>streaming</i> su rete internet ( <i>web television</i> ). Grazie ad una logica di <i>business</i> innovativa, Sportube rende profittevole la trasmissione di tutti gli sport, anche quelli poco profittevoli per gli altri canali di distribuzione di contenuti audiovisivi. L'azienda ha realizzato una nuova piattaforma informatica che rende fruibile la visione dell'immagine su numerosi <i>device</i> senza il rischio di interruzioni durante le dirette. L'azienda ha avviato il suo processo di internazionalizzazione e ha in trattativa l'ingresso del più importante <i>player</i> della TV <i>on demand</i> al livello mondiale.						
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale		Addetti		
Dati 2015	1.440	430		8		
Dati 2012	147	70		1		

BULSARA ADVERTISING SRL						
Data Deal	11.03.2013	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori		Tipologia coinvestitore	
	300.000	210.000	90.000		Fondo di venture capital	
Settore di attività (ATECO 2007)		73.11.01 conduzione di campagne pubblicitarie				
Stato		Write off – in liquidazione				
Business Idea ed altre informazioni:						
L'azienda, fondata da giovani recentemente laureati, operava nel settore dell' <i>unconventional communication</i> che mira ad attrarre il pubblico con campagne di grande impatto. L'innovazione consiste sia nell'utilizzo di spazi insoliti (toilette in spazi pubblici) sia nel tipo di supporti impiegati: l'utente è così immerso in un'esperienza multisensoriale legata al <i>brand</i> che si promuove.						
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale		Addetti		
Dati 2015	23	68		3		
Dati 2012	9	0		1 <sup>2</sup>		

## SUPERMONEY / DO IT NOW SPA

<sup>2</sup> Socio lavoratore.

## Appendice 2

Data Deal	30.05.2013	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore		
	2.500.000	1.750.000	750.000	Holding Investimento con portfolio diversificato e pool di business angel		
Settore di attività (ATECO 2007)		70.10.00 Attività delle holding impegnate nelle attività gestionali (holding operative)				
Stato		In portafoglio – attiva				
Business Idea:						
L'azienda opera nella offerta, tramite la rete internet, di servizi di consulenza comparativa, con l'obiettivo di supportare la ricerca di prodotti assicurativi, finanziari, energetici, telefonici e tv. Oggi è <i>leader</i> di mercato con 4 milioni di visitatori unici all'anno. Il <i>management</i> ha messo a punto un sistema informativo innovativo in grado di rispondere al meglio alle esigenze degli <i>users</i> .						
L'azienda è stata premiata con il Deloitte Technology Fast 500 EMEA 2014 ed è l'unico sito web in Italia accreditato dall'Autorità Garante per le Comunicazioni (AGCOM).						
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale		Addetti		
Dati 2015	1.610	761		13		
Dati 2012	1.515	401		12		

CREST SRL						
Data Deal	30.05.2013	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore		
	400.000	240.000	160.000	Holding Investimento settore tecnologico		
Settore di attività (ATECO 2007)		72.19.09 Ricerca e sviluppo sperimentale nel campo delle altre scienze naturali e dell'ingegneria				
Stato		Ceduta per 480.275,67 euro (plusvalenza 240.275,67 euro, congiuntamente con i Coinvestitori)				
Business Idea:						
L'azienda ha realizzato un sistema di microscopia confocale a "spinning disk" denominato X-Light, progettato per risolvere alcuni problemi fondamentali dei prodotti simili già presenti sul mercato. Il prodotto, che permette di trasformare a basso costo un microscopio standard in uno confocale, è stato sviluppato partendo da un brevetto, denominato "CARV". L'azienda collabora con enti di ricerca quali ITT –Istituto Italiano di Tecnologia, CNR, FISBAT - Istituto per lo Studio dei Fenomeni Fisici e Chimici della Bassa ed Alta Atmosfera e con i dipartimenti di Fisica, Farmacologia e Genetica dell'Università di Roma – La Sapienza.						
L'azienda in tempi brevi ha ottenuto un importante successo commerciale e oggi ha all'attivo contratti con primari <i>player</i> internazionali per la distribuzione dei propri prodotti in Cina, Macau, Hong Kong, South Korea.						
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale		Addetti		
Dati 2015	2.520	335		12		

## Appendice 2

Dati 2012	767	41	4
-----------	-----	----	---

MOAB SpA					
Data Deal	11.07.13	Tipo operazione	Expansion capital	Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	600.000	300.000	300.000	Holding d'investimento	
Settore di attività (ATECO 2007)		22.23.00 Fabbricazione di articoli in plastica per l'edilizia			
Stato		In portafoglio – attiva			
Business Idea:					
<p>È una società che produce prodotti di alta gamma per il settore dell'arredo bagno utilizzando materiali innovativi ed eco-compatibili e caratterizzati da un design innovativo (premio eccellenze nel design nel Lazio, riconoscimento basato sull'ADI Design Index).</p> <p>E' proprietaria di un brevetto relativo a un semilavorato messo a punto dalla maestranza interna. Grazie al sostegno finanziario ricevuto, l'azienda ha avviato il proprio processo di internazionalizzazione verso gli Emirati Arabi Uniti e nel Nord America</p>					
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti		
Dati 2015	2.040	462	21		
Dati 2012	1.903	556	23		

INVICTOR LED SRL					
Data Deal	11.07.2013	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	1.500.000	1.050.000	450.000	Holding di investimento specializzata in settori altamente innovativi	
Settore di attività (ATECO 2007)		72.19.09 Ricerca e sviluppo sperimentale nel campo delle altre scienze naturali e dell'ingegneria			
Stato		In portafoglio – attiva			
Business Idea:					
<p>L'azienda ha sviluppato un particolare tipo di lampade LED ad alta potenza con importanti innovazioni tecnologiche che permettono un maggiore rendimento ed un basso costo di realizzazione e di manutenzione, inoltre, le lampade sono totalmente ecocompatibili. Il prodotto è coperto da due brevetti e l'azienda sta sviluppando importanti accordi commerciali per la distribuzione nel mercato EMEA.</p> <p>L'Azienda ha concluso una partnership per la fornitura di lampade led per piccoli e medi comuni italiani (il protocollo ha avuto avvio con la prima fornitura al comune di San Giovanni Rotondo). Il management ha promosso un'importante iniziativa in ambito sociale portando parte della produzione delle lampade all'interno del carcere di Rebibbia.</p>					
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti		

## Appendice 2

Dati 2015	110	88	4
Dati 2012	0	0	0

RISPARMIO SUPER SRL					
Data Deal	11/12/2013	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	1.000.000	700.000	300.000	Fondo di venture capital e pool di business angel.	
Settore di attività (ATECO 2007)		63.12.- Portali web			
Stato		In portafoglio – attiva			
Business Idea:					
L'azienda ha sviluppato la prima piattaforma in Italia che confronta i prezzi dei supermercati on line e off line della grande distribuzione italiana. Inoltre è il primo sito che permette di acquistare i prodotti attraverso il <i>click &amp; collect</i> in cui l'utente ordina <i>online</i> la merce e passa a ritirarla in negozio.					
L'Azienda ha ottenuto un certo impatto mediatico con interi articoli comparsi sul Sole24Ore (novembre 2013), Panorama Economy (dicembre 2013), Wired (febbraio 2011), Corriere della Sera (settembre 2013), Repubblica (luglio 2013), La Stampa (luglio 2011); inoltre è apparsa al TG1 della RAI.					
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti		
Dati 2015	641	466	14		
Dati 2012	156	107	2		

## Deal 2014

EMPLOYERLAND SRL					
Data Deal	28/01/2014	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovative	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	500.000	350.000	150.000	Business angel	
Settore di attività (ATECO 2007)		58.29.00-Edizione di altri software a pacchetto (esclusi giochi per computer)			
Stato		In portafoglio – attiva			
Business Idea:					
L'azienda propone un mondo virtuale, accessibile come applicazione facebook, nel quale delle vere aziende possono far giocare il loro <i>target</i> (dipendenti, futuri collaboratori o <i>fan</i> ) attraverso prove e sfide che simulano un reale contesto di lavoro. L'obiettivo del <i>management</i> è quello di proporsi come piattaforma tecnologica in cui le aziende possono fare le proprie campagne di <i>recruitment</i> e di <i>employer branding</i> . Annovera tra i propri clienti il gruppo Unilever, Golden Lady, il gruppo Leroy Merlin, Elica S.p.a.					
Nell'ultimo anno l'Azienda ha gestito l'intera campagna di <i>recruitment</i> di importanti società di consulenza e ha iniziato una <i>partnership</i> per il <i>brand awareness</i> di una multinazionale americana.					

## Appendice 2

(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	155	46	2
Dati 2013	Costituita il 16/12/2013		

INVENT SRL					
Data Deal	20.03.2014	Tipo operazione	Expansion capital	Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestigatore	
	500.000	350.000	150.000	Holding d'investimento che investe nei settori innovativi	
Settore di attività (ATECO 2007)		70.10. Attività delle holding impegnate nelle attività gestionali (holding operative)			
Stato		In portafoglio - attiva			
Business Idea:					
Nasce nel 2001 a Parigi, come <i>Société par Actions Simplifiée</i> , su iniziativa della società INNOVA S.p.A., del Fondo di investimento francese CIPANGO e del dott. Thierry Bied, esperto di finanza e di quotazioni di società sul mercato borsistico.					
La Invent investe e sostiene spin-off innovativi, generati da progetti di ricerca prevalentemente universitari. Favorisce l'avvio di imprese con elevato contenuto tecnologico grazie all'apporto di capitale iniziale e servizi nelle fasi di <i>early stage</i> . L'azienda ha contribuito a creare numerose storie di successo tra cui MBS Srl ( <i>best practice</i> di Roma Tre come trasferimento tecnologico nel Lazio), GoDiagnostics Srl e Explora Srl.					
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti		
Dati 2015	84	48	1		
Dati 2013	318	68	1		

LEGGERA SRL					
Data Deal	05/05/2014	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestigatore	
	1.000.000	700.000	300.000	Holding d'investimento e pool di business angel	
Settore di attività (ATECO 2007)		58.19- Altre attività editoriali			
Stato		In portafoglio - attiva			
Business Idea:					
L'azienda commercializza una declinazione dell'eBook, in cui l'utente, attraverso l'inserimento di file (immagini, musica, riferimenti etc.) customizza un romanzo. È quindi una piattaforma di <i>storytelling</i> particolarmente innovativa: ogni utente potrà avere il proprio testo con riferimenti a lui familiari. L'azienda ha avviato i primi rapporti commerciali con Planeta, la più importante casa editrice di lingua spagnola.					

## Appendice 2

(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	29	43	1
Dati 2013	Non significativi, costituita il 14/5/2012 ha però iniziato ad operare solo nel 2014.		

NETLEX SRL						
Data Deal	31.03.2014	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coininvestitore		
	300.000	210.000	90.000	Fondo di venture capital, pool di business angel		
Settore di attività (ATECO 2007)		62.01- Produzione di software non connesso all'edizione				
Stato		Ceduta (1,8x multiple) congiuntamente con i Coinvestitori.				
Business Idea:						
<p>Sviluppo e produzione di applicazioni innovative per il mondo legale e giudiziale. I soci fondatori hanno creato un software cloud-based per gli studi legali, erogato in modalità SaaS (Software as a Service) che "incontra" l'opportunità di mercato derivante dalla legge italiana che obbliga la professione legale ad utilizzare solo soluzioni di comunicazione on-line per il dialogo con il sistema del Tribunale della Pubblica Amministrazione ("Processo Civile Telematico").</p> <p>NETLEX è un vero e proprio ufficio virtuale con servizi multiplatforma, raggiungibili da qualsiasi postazione connessa al web. L'evoluzione del SW NETLEX (technical roadmap) prevede lo sviluppo di funzionalità nuove sia per postazioni fisse che per dispositivi mobili (tablet e smartphone).</p> <p>L'azienda è stata ceduta alla Lexteam, società del Gruppo TeamSystem, leader in Italia nel settore della distribuzione di software gestionali/ERP e della fornitura di servizi di formazione rivolti a professionisti e piccole-medie imprese.</p>						
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti			
Dati 2015	222	130	3			
Dati 2013	14	0	1 <sup>3</sup>			

S5 TECHNOLOGIES SRL						
Data Deal	03/07/2014	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovative	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coininvestitore		
	1.000.000	700.000	300.000	Holding di investimento		
Settore di attività (ATECO 2007)		62.01- Produzione di software non connesso all'edizione				
Stato		Write off – in liquidazione				
Business Idea:						
<p>La società ha sviluppato e testato un'architettura di sistema capace di interfacciarsi con le etichette elettroniche per la visualizzazione dei prezzi nella grande distribuzione organizzata. Il software realizzato, insieme alle etichette e ai supporti, rappresenta un prodotto che porta una forte innovazione nel settore. Il software è stato testato in numerose</p>						

<sup>3</sup> Socio lavoratore.

## Appendice 2

insegne tra cui Esselunga, l'operatore italiano maggiormente sensibile agli aspetti legati all'efficienza e all'innovazione. L'azienda non è però riuscita a completare lo sviluppo del prodotto nei termini concordati con Esselunga e non ha individuato clienti alternativi, eventi che hanno portato alla messa in liquidazione della società.

(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	Non significativi, società in liquidazione.		
Dati 2013	392	249	8

## MONOZUKURI SPA

Data Deal	09/10/2014	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovative	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	600.000	420.000	180.000	Holding d'investimento	
Settore di attività (ATECO 2007)		62.01 - Produzione di software non connesso all'edizione			
Stato		In portafoglio – attiva			
Business Idea:					
L'azienda sviluppa una tecnologia di nicchia ma unica nel settore dell'elettronica: <i>I/O management, planning and optimization</i> per sistemi micro/nano-elettronici in 2.5D e 3D. La Vision è di colmare il <i>gap</i> tecnologico nella progettazione 2.5 e 3D, sviluppando una soluzione innovativa per automatizzare fasi della progettazione che attualmente sono manuali o non realizzabili con i <i>tool</i> esistenti.					
A inizio 2017 l'azienda ha concluso il processo di sviluppo e ha concluso i primi accordi commerciali con i 2 maggiori <i>player</i> a livello mondiale di produttori di schede nano elettroniche.					
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti		
Dati 2015	12	103	2		
Dati 2013	Costituita il 13/10/2014.				

## OVER SPA

Data Deal	23.10.2014	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovativa	Si
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	520.000	360.000	160.000	Azienda di settore	
Settore di attività (ATECO 2007)		72.19.09- Ricerca e sviluppo sperimentale nel campo delle altre scienze naturali e dell'ingegneria			
Stato		In portafoglio – attiva			
Business Idea:					
L'azienda è uno spin off dell'Università La Sapienza ed ha sviluppato una tecnologia domotica innovativa che permette di analizzare e gestire i consumi elettrici dei singoli dispositivi connessi all'impianto. Nel gennaio 2014 OVER ha registrato un brevetto italiano per quanto riguarda l'algoritmo di riconoscimento in autonomia dello <i>stand-by</i> .					
La Società ha concluso la trattativa con l'albergo di lusso di Roma della catena Starwood ed è stata scelta per la					

## Appendice 2

realizzazione della commessa, che si concretizzerà nella realizzazione di un sistema di monitoraggio dei consumi elettrici ed automazione per l'intero albergo. Ha in essere una contrattazione con un importante gruppo bancario italiano ed ha suscitato l'interesse di altre importanti realtà, tra cui figura ad esempio Accenture.

(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	276	13	7 (personale assunto a fine 2015)
Dati 2013	4	22	1

## Deal 2015

GALA LAB SRL						
Data Deal	16.07.2015	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovative	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore		
	2.143.000	1.500.000	643.000	Holding d'investimento		
Settore di attività (ATECO 2007)		70.10- Attività delle holding impegnate nelle attività gestionali (holding operative)				
Stato		In portafoglio – attiva				
Business Idea:						
Acceleratore/incubatore verticale di imprese. E' indipendente ma conta su un network di un gruppo imprenditoriale operante nel settore dell'energia, <i>retail, food and beverage</i> , tessile. L'obiettivo è di promuovere e far crescere nuove iniziative imprenditoriali ad elevato contenuto tecnologico. Capofila del progetto è la società GALA Venture S.r.l., holding di investimento controllata dalla GALA S.p.A., azienda operativa nel settore della distribuzione e vendita di energia elettrica e gas, nella produzione da fonti rinnovabili e nella realizzazione di sistemi per l'efficientamento energetico ed il recupero di energia.						
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti			
Dati 2015	40	0	0			
Dati 2014	Costituita il 16/7/2015.					

SPOTONWAY SRL						
Data Deal	17.12.2015	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore		
	450.000	310.000	140.000	Azienda di settore, holding di investimento, business angel		
Settore di attività (ATECO 2007)		63.12 Portali Web				
Stato		In portafoglio - attiva				
Business Idea:						
SpotOnWay fornisce ai commercianti una piattaforma di <i>marketing all-in-one</i> facile da personalizzare, con un programma fedeltà digitale universale e analisi di facile lettura in modo da ristabilire un proficuo rapporto tra clienti e						

## Appendice 2

commercianti.

Il programma è "universale", perché con la carta fedeltà SpotOnWay (attraverso app per iPhone e Android) un consumatore è in grado di gestire i benefici relativi alle attività commerciali affiliate sebbene tale programma sia one-to-one (es: punti cumulati con commercianti specifici possono essere utilizzati solo per i suoi premi).

A inizio 2017 l'azienda ha concluso la negoziazione per l'ingresso nel capitale sociale di un'importante *player* che gestisce *fidelity card* di grandi catene di distribuzione: il nuovo socio, oltre a nuovo capitale, porterà un notevole *network*. Il nuovo piano industriale prevede una più rapida scalabilità dei risultati e nuovi mercati geografici.

(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	85	0	0
Dati 2014	6	0	0

## Deal 2016

SCOOTERINO SRL					
Data Deal	20.07.2016	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coininvestitore	
	530.000	320.000	210.000	Pool di business angel	
Settore di attività (ATECO 2007)		62.09.09 – servizi connessi alle tecnologie informatiche			
Stato		In portafoglio – attiva			
Business Idea:					
Scooterino è il primo <i>network</i> per il <i>ridesharing</i> su veicoli a due ruote che, tramite una app, mette in contatto in tempo reale scooteristi e passeggeri alla ricerca di un passaggio, offrendo loro un modo facile e sicuro per dividere i costi del tragitto riducendo il traffico e aiutando l'ambiente. Con Scooterino gli utenti saranno in grado di diminuire l'inquinamento, lasciare il loro veicolo a casa, ridurre il tempo speso nel traffico, mentre possono conoscere nuove persone durante la loro giornata. Iniziando a Roma Scooterino sarà il primo in Europa ad offrire lo <i>scooterpooling on demand</i> come forma di trasporto urbano.					
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti		
Dati 2015	Non significativi, costituita il 16/6/2014 ma non operativa.				

GENECHRON SRL					
Data Deal	01.08.2016	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coininvestitore	
	581.000	395.000	186.000	Pool di investitori	
Settore di attività (ATECO 2007)		26.60- Fabbricazione di strumenti per irradiazione, apparecchiature elettromedicali ed elettroterapeutiche			
Stato		In portafoglio - attiva			
Business Idea:					
Genechron è uno spin-off di Ylichron a sua volta spin off di ENEA e conduce attività avanzate di R&S nelle biotecnologie legate al genoma cellulare, e la loro concreta applicazione a specifici contesti di mercato. La missione di					

## Appendice 2

Genechron consiste nel finalizzare la creazione di kit diagnostici innovativi e maggiormente precisi nel campo di alcune patologie. Ciò permetterà di offrire vantaggi significativi ai pazienti ed agli operatori sanitari in termini di diagnosi precoce, prevenzione delle malattie, monitoraggio del trattamento.

Genechron sta sviluppando ulteriori test per l'analisi di patologie neuromuscolari come l'atrofia muscolare spinale (SMA) e la sclerosi laterale amiotrofica (SLA) e ha impostato il suo piano di sviluppo anche nella ricerca di nuovi biomarcatori in settori come la tossicologia.

(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	Costituita l' 8/7/2016.		

## ROME INNOVATION HUB SRL

Data Deal	13.12.2016	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore		
	1.250.000	875.000	375.000	Holding d'investimento		
Settore di attività (ATECO 2007)		62.09.09 altre attività dei servizi connessi alle tecnologie dell'informatica				
Stato		In portafoglio - attiva				
Business Idea:						
La start up opera nel B2B/B2C fornendo soluzioni di <i>smartworking</i> tramite la realizzazione di una serie di "hub" a Roma il cui valore aggiunto è di fungere da <i>enabler</i> per ricreare le pre-condizioni che, attraverso attività di <i>fostering</i> , consentano di attivare processi di <i>open innovation</i> e <i>network building</i> per i membri.						
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti			
Dati 2015	Costituita il 13/1/2017.					

## ABLIO SRL

Data Deal	28.12.2016	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore		
	540.000	378.000	162.000	Holding d'investimento e Pool di business angel		
Settore di attività (ATECO 2007)		62.01 - produzione di software non connesso all'edizione				
Stato		In portafoglio - attiva				
Business Idea:						
L'azienda offre soluzioni <i>software</i> per fornire servizi professionali di interpretariato e rispondere ad alcune esigenze e criticità di mediazione linguistica su <i>cloud computing</i> .						
L'idea imprenditoriale di ABLIO consta nel contribuire a risolvere le esigenze di comunicazione di tipo "live" (in tempo reale: non traduzioni scritte e "a turni", quindi) tra soggetti che parlano lingue differenti, usando come tramite una infrastruttura <i>software</i> che offre una serie di servizi e strumenti che supportano la gestione di conversazioni multilingue per mezzo dell'ausilio di interpreti. La piattaforma informatica (già sviluppata interamente) mette a disposizione una vasta gamma di opzioni di connessione e di scelte di livello di servizio capaci di soddisfare differenti esigenze dei potenziali clienti, che pagheranno per i minuti di conversazione effettivamente sostenuti.						

## Appendice 2

(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti
Dati 2015	Non significativi, costituita il 30/1/2015 ma non operativa.		

NERO DIVINE VENTURES SPA					
Data Deal	29.12.2016	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovativa	NO
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	1.500.000	1.050.000	450.000	Impresa di settore	
Settore di attività (ATECO 2007)		90.02.09– organizzazione e produzione in conto proprio di spettacoli dal vivo, sia teatrali che musicali			
Stato		In portafoglio – attiva			
Business Idea:					
<p>Grazie alla collaborazione tra alcuni grandi interpreti dell'eccellenza artistica italiana nel mondo, Nero Divine Ventures S.p.A. intende produrre dei musical teatrali affiancati a servizi multimediali di realtà virtuale correlati alla storia di Nerone, realizzati in collaborazione con il CNR-ITABC, per il pubblico e i visitatori delle aree archeologiche con nuove forme di interazione tra lo spettacolo e le tecnologie.</p> <p>L'iniziativa è supportata dal diretto coinvolgimento di 5 premi oscar che sin dall'avvio dell'attività promozionale, hanno portato a un elevato numero di prenotazioni.</p>					
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti		
Dati 2015	Costituita il 26/10/2016.				

IS CLEAN AIR ITALIA SRL					
Data Deal	28.12.2016	Tipo operazione	Start-up capital	Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori	Tipologia coinvestitore	
	1.200.000	840.000	360.000	Impresa di settore	
Settore di attività (ATECO 2007)		28.29.91– fabbricazione di apparecchi per depurare e filtrare liquidi e gas per uso non domestico			
Stato		In portafoglio – neocostituita			
Business Idea:					
<p>Is Clean Air Italia ha realizzato un sistema di purificazione dell'aria basato a terra, senza filtro, che assicura elevata efficacia per l'abbattimento di particolato, metalli pesanti, idrocarburi ecc., in grado di creare una bolla d'aria purificata di circa 25-30 metri di diametro. L'azienda può contare su numerosi brevetti internazionali che ampliano le prospettive di business.</p>					
(Importi in '000 Euro)	Fatturato	Costo del Personale	Addetti		
Dati 2015	Non significativi, costituita il 5/2/2015 ma non operativa.				

## Appendice 2

SOCIAL ACADEMY SRL						
Data Deal	30.12.2016	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori		Tipologia coininvestitore	
	500.000	350.000	150.000		Fondo di venture capital e impresa di settore	
Settore di attività (ATECO 2007)		63.12.00 Portali Web				
Stato		In portafoglio – attiva				
Business Idea:						
L'azienda offre una piattaforma web che assume contemporaneamente le caratteristiche di un <i>marketplace</i> e di un comparatore: la componente di comparazione dovrebbe agevolare la funzione di <i>marketplace</i> per l'incontro tra domanda e offerta formativa, nella quale vengono promossi i corsi delle <i>academy</i> attraverso attività di <i>marketing</i> svolte per loro conto dalla piattaforma ( <i>lead generation</i> e <i>matching</i> basato sul <i>social learning</i> , vendita diretta di corsi)						
(Importi in '000 Euro)	Fatturato		Costo del Personale		Addetti	
Dati 2015	Costituita il 21/11/2016.					

FASTYLE SRL						
Data Deal	13.12.2016	Tipo operazione	Start-up capital		Start-up innovativa	SI
Investimento (Euro)	Totale	Fondo I.3	Coinvestitori		Tipologia coininvestitore	
	510.000	300.000	210.000		Business angel in ambito IT	
Settore di attività (ATECO 2007)		63.12 - portali web				
Stato		In portafoglio – attiva				
Business Idea:						
L'azienda fornisce un servizio B2B (per i professionisti della bellezza) e B2C (per i loro clienti) basandosi sul <i>cloud computing</i> che permette ai saloni di bellezza di gestire in modo più professionale la propria attività, ottimizzando il proprio <i>resource management</i> ed al contempo aumentare l'interazione con i propri clienti. A quest'ultimi, offre la possibilità di usufruire di servizi di <i>booking online</i> e customizzazione del trattamento da remoto h24, ottenendo offerte dedicate e vantaggiose.						
(Importi in '000 Euro)	Fatturato		Costo del Personale		Addetti	
Dati 2015	0		290		7	

Appendice 3

diritti  
sviluppo  
lavoro sostenibile  
merito  
solidarietà  
trasparenza  
partecipazione  
innovazione  
legalità

# Linee strategiche per un ecosistema regionale delle startup



REGIONE  
LAZIO

regione.lazio.it

## PREMESSA

Questo documento è il risultato dei lavori della *Commissione Startup* istituita dal Presidente Nicola Zingaretti e dall'Assessore Guido Fabiani nel Dicembre 2013 con la finalità di fornire indicazioni alla Giunta Regionale per la definizione di una strategia e un piano d'azione in materia di nuova impresa innovativa.

La Commissione ha iniziato a operare nel Gennaio 2014, sotto la Presidenza del prof. Carlo Alberto Pratesi. Ne hanno fatto parte: Giovanni Aliverti, Gianmarco Carnovale, Paolo Cellini, Michele Costabile, Livio Cricelli, Luca De Biase, Matteo Fago, Renato Giallombardo, Andrea Granelli, Riccardo Luna, Gian Paolo Manzella, Salvo Mizzi, Alberto Piglia, Chiara Tonelli e Andrea Vannini.

Nelle riunioni, tenutesi nel primo semestre del 2014, la Commissione ha condotto audizioni con numerosi *stakeholder* del territorio (imprenditori, grandi aziende, startup, venture capitalist, amministratori, operatori, associazioni di categoria, consulenti) con l'obiettivo di raccogliere suggerimenti e proposte.

Il frutto del lavoro condotto sono le Linee Strategiche presentate in questa relazione, dirette a promuovere lo sviluppo di un ecosistema favorevole alle nuove imprese innovative che, in prospettiva, possa svolgere il ruolo di hub nel sud-Europa e nel bacino Mediterraneo.

Il lavoro, dopo un Executive Summary, è organizzato nei seguenti capitoli:

1. COSA INTENDIAMO PER STARTUP
2. PERCHÉ IL SETTORE PUBBLICO DEVE COSTRUIRE UN ECOSISTEMA FAVOREVOLE ALLA NASCITA DI STARTUP
3. IL LAZIO NELLA GLOBAL STARTUP REVOLUTION
4. I QUATTRO PILASTRI SU CUI POGGIARE UN ECOSISTEMA REGIONALE PER LE STARTUP E LE RELATIVE PROPOSTE CHE LA COMMISSIONE HA ELABORATO NEL CORSO DEL SUO LAVORO

## I. COSA INTENDIAMO PER STARTUP

Nel corso degli anni più recenti il fenomeno delle startup è stato oggetto di grande attenzione. All'estero, in primis, e, poi, nel nostro Paese. Un'attenzione dei media, innanzitutto, che hanno cominciato a raccontare una 'Nuova Italia' economica fatta di giovani imprenditori e molto lontana da quella tradizionale; da parte della politica, in una seconda fase, che, si è progressivamente interessata al fenomeno.

In questa evoluzione, che coinvolge direttamente l'Unione Europea, il nostro Paese si è inserito con una iniziativa che si è svolta con particolare intensità nell'ultimo triennio. Grazie al lavoro condotto a partire dal 2102 dal Ministero per lo Sviluppo Economico (in seguito anche il "MISE"), si è andato infatti definendo un quadro normativo tra i più avanzati a livello internazionale.

Su diversi aspetti, da quello fiscale a quello inerente all'immigrazione o alle forme alternative di finanziamento, la legislazione nazionale è all'avanguardia. Ed è alla luce di un'impostazione istituzionale di livello centrale così definita, che la Commissione suggerisce di varare un'iniziativa regionale in questa materia che sia coerente e sinergica con il quadro nazionale.

Proprio per questa ragione la definizione di startup utilizzata in questa sede è quella adottata dalla disciplina nazionale. In aggiunta, in linea con quella adottata a livello internazionale, verranno considerate startup anche le imprese nascenti, progettate per essere velocemente scalabili e, quindi, di interesse per i *venture capitalist*: una fattispecie caratterizzata da un modello di gestione snello, da un alto tasso di fallimento e da rendimenti altrettanto alti nel caso di successo.

In questo documento useremo il termine startup per indicare entrambe le tipologie.

Sono escluse le altre forme di micro-impresa di tipo tradizionale.

### BOX 1 QUALCHE SPECIFICITÀ SULLE STARTUP

*L'esame di alcune caratteristiche delle startup è utile per meglio comprenderne il fenomeno e le piste di policy che questa Commissione indicherà.*

*Le startup nei primi anni generalmente non fatturano, dato che il mercato al quale fanno riferimento il più delle volte non esiste ancora. Sebbene le startup di successo siano quelle che, appena realizzato un prototipo, mettono a punto il business plan sulla base di uno o più concept test condotti presso i potenziali clienti, i techno-imprenditori tendono talvolta ad assumere un atteggiamento market driving che rende particolarmente difficile fare previsioni realmente attendibili circa le dimensioni della loro domanda. Questo, unito alle inevitabili incertezze che caratterizzano l'adozione delle nuove tecnologie, spiega in buona misura il loro elevato tasso di fallimento. Nel mondo delle startup il fallimento entro i cinque anni si avvicina al 90% (se hanno fruito di un programma di accelerazione o sono state affiancate da business angels scende al 60%). Nei primi cinque anni dal 30 al 40% delle partecipate delle società di venture capital vanno in liquidazione o falliscono.*

*Va sottolineato tuttavia che in questo particolare comparto dell'economia il fallimento non viene necessariamente stigmatizzato, anzi è spesso considerato come il presupposto di un successivo successo, grazie alle nuove competenze che ha generato nel team. Questo è il motivo per cui, nel caso in cui la startup abbia difficoltà a crescere, tende a cambiare modello di business, oppure a fallire rapidamente, per dare a chi vi ha lavorato maggiori opportunità di ricollocarsi sul mondo del lavoro facendo leva sull'esperienza acquisita.*

*Quando invece il prodotto di una startup e il modello economico a essa collegato trovano riscontro sul mercato, la crescita del business tende a essere impetuosa: in questo senso si parla propriamente di "scalabilità".*

*In pratica, quindi, è l'auspicata scalabilità (e quindi non necessariamente il contenuto tecnologico) la condizione che consente a una startup di attingere ai fondi dei venture capital.*

## 2. PERCHÉ IL SETTORE PUBBLICO DEVE COSTRUIRE UN ECOSISTEMA FAVOREVOLE ALLA NASCITA DI STARTUP

Una volta definito il perimetro dell'esame e il legame con l'azione condotta a livello nazionale, è bene collocare l'iniziativa regionale nel più ampio contesto economico. Occorre esplicitare, in altre parole, il perché una Regione come il Lazio si debba interessare alle startup.

Il punto di partenza della riflessione è una constatazione. Nel mondo è in corso una *Global Startup Revolution*. Paesi, regioni e singole città sono impegnate a offrire strutture, servizi e finanziamenti per creare ecosistemi che facilitino la nascita di nuove imprese innovative, attirando e valorizzando i talenti delle università e favorendo gli investimenti dei fondi di venture capital.

Il risultato è che, a livello internazionale, si sta delineando una nuova geografia economica, che vede alla ribalta paesi che non siamo abituati a vedere in cima alle classifiche (Cile, India, Polonia, Israele, Singapore, ecc.) insieme alle metropoli dei paesi più industrializzati (New York, Londra, Berlino, Parigi, Toronto, ecc.).

In tutte le realtà citate il settore pubblico – di livello nazionale, regionale o locale - ha avviato programmi di sostegno dell'iniziativa economica privata riuscendo, in molti casi, ad ottenere successo in tempi ravvicinati. Si tratta di iniziative che hanno ad oggetto, generalmente, l'aspetto finanziario, ma che possono anche prendere altre forme: da servizi di assistenza, alla creazione di luoghi per le nuove imprese, sino all'accompagnamento delle imprese nella fase di apertura al mercato.

Rimanendo in Europa, e confrontandoci con esperienze a noi potenzialmente vicine, a testimonianza della dimensione del fenomeno basterebbe citare l'esperienza di Berlino. Città sino a pochi anni fa assente da questo scenario vede oggi 2.000 startup create, 116 milioni di euro investiti all'anno dai venture capitalist, l'operatività di un "Fondo di fondi" pubblico creato in Germania nel 2011, con una dotazione attuale di 302 milioni di euro. Altrettanto indicativi i dati di Londra e Parigi. Anche in questo caso si registrano investimenti consistenti in startup - che si attestano sui 2-300 milioni annuali - con la creazione di nuove imprese in un numero che si assesta tra le 1.000 e le 2.000, esclusivamente considerando le realtà avviate grazie all'intervento di fondi di venture capital pubblici. Ed ancora è grazie al pubblico che a Londra si è realizzata una vera e propria "città delle startup" (*Techcity*), con un impegno del governo britannico di 70 milioni di euro. Ma anche allargando lo sguardo la scena non cambia. Anzi. Le realtà territoriali più dinamiche si stanno impegnando con decisione su questo settore: Los Angeles garantisce circa tre miliardi di investimenti ogni anno in startup da venture capital e New York circa due miliardi.

Per quali ragioni dotarsi di un ecosistema per le startup è un obiettivo molto diffuso tra i policymakers di livello statale, regionale e cittadino di ogni parte del mondo?

Ci sono, innanzitutto, motivazioni di tipo economico. A fronte di investimenti contenuti, infatti, le startup producono valore per la collettività. Sufficiente pensare, sul punto, al fatto che aziende come Google, Amazon e Facebook erano, sino a pochi anni fa, piccole imprese innovative. D'altra parte, a testimonianza, della maggiore competitività dello scenario economico e dell'ingresso di nuovi attori, si

deve tenere conto che la “speranza di vita” delle prime 500 aziende statunitensi elencate da Fortune dal 1955 a oggi è passata da 75 a meno di 15 anni e la percentuale delle aziende “nuove” nella lista delle top 1000 è passata dal 35% del 1973 al 70% di oggi. Non solo. Le nuove tecnologie hanno dimostrato una grande capacità di creare occupazione: sia direttamente, sia indirettamente. Basti pensare che le stime più accreditate ritengono che per ogni posto di lavoro del settore tecnologico che si crea in una città, se ne generino altri cinque nei settori non-tech.

Non c'è solo questo, però. Non solo una startup di successo può diventare una grande impresa del domani ma startup e imprenditori rappresentano la linfa dell'innovazione delle imprese esistenti. C'è, infatti, nelle realtà più avanzate, un continuo processo di “internalizzazione” da parte delle grandi imprese dell'innovazione che nasce e viene sperimentata negli ecosistemi delle startup. Un dato che è alla base del fiorire dei programmi di corporate entrepreneurship.

A spiegare questo successo ci sono, poi, motivazioni di tipo culturale: le *startup* diffondono nel mercato un'attitudine che pervade anche i comparti tradizionali; spostano l'attenzione dei policy makers sui temi della ricerca e della istruzione; favoriscono lo spirito imprenditoriale: così come esplicitamente richiesto dall'Unione Europea (soprattutto per i giovani talenti che, in assenza di opportunità nel loro territorio, fuggono all'estero).

In un contesto globalizzato in cui vi è una sempre più accesa competizione tra territori, vi sono poi ragioni di posizionamento di un territorio. Essere uno Stato – pensiamo al Cile o a Israele – una regione o una città in cui nascono startup, significa segnalarsi al mondo come un'area del mondo vivace, capace di crescere, di stare nel tempo presente: con tutte le implicazioni in termini di attrazione di investimenti e posizionamento internazionale che ne scaturiscono.

Fermo restando che l'obiettivo prioritario debba comunque essere quello della crescita delle imprese più che della loro nascita (siano esse innovative o semplici PMI) perché specialmente oggi il “nanismo” non può che essere considerato come una patologia del nostro sistema economico, esistono ragioni culturali, economiche, di posizionamento competitivo a spiegare l'attenzione della politica al tema delle startup.

### 3. IL LAZIO NELLA GLOBAL STARTUP REVOLUTION

Se, dunque, dotarsi di una politica per le startup è un fatto di policy che caratterizza a livello globale l'azione dei pubblici poteri, occorre capire se e come il Lazio possa collocarsi in questo processo.

Il punto di partenza presenta una condizione che potremmo definire "mista".

Come l'Italia non compare ancora sullo scenario globale tra le Startup Nation, così né Roma, né il Lazio si segnalano in questo scenario come realtà dinamiche, diversamente da quel che accade ad altre città mediterranee (ad esempio Barcellona). Pochi dati bastano a sottolinearlo. Il valore complessivo degli investimenti in venture capital si attesta su circa 10 milioni di investimenti, con circa 100 startup annualmente create.

Anche se nella nostra Regione (e, in particolare, la città di Roma) si registra l'avvio di un percorso di sviluppo che coinvolge diversi *stakeholders* e che sta dando i primi risultati, per raggiungere un livello adeguato a una capitale europea occorre investire nei punti deboli del sistema.

Più in particolare sono quattro gli aspetti sui quali la nostra regione mostra debolezza e sui quali si deve intervenire:

#### A. RICERCA.

Distinguendo tra innovazione "input" (p.e. spese in ricerca) e "output", il Lazio ha una posizione competitiva rilevante sul versante input (quasi tutta spesa pubblica). Debole, invece, il profilo dell'output, su cui pesa l'assenza di un effettivo collegamento tra mondo dell'innovazione e dell'impresa.

#### B. INVESTITORI.

Il Lazio, che vale circa il 10% del PIL italiano, attira circa il 4% degli investimenti (in pratica lo 0.15% delle risorse dedicate alle startup a livello europeo). Questa situazione è dovuta all'assenza di un impegno pubblico consistente, sia di livello regionale, sia nazionale; al limitato sviluppo del mercato del capitale di rischio; alla ridotta presenza di business angels.

#### C. COMPETENZE.

Le startup innovative hanno generalmente origine in ambito accademico (specie se si fa riferimento ai settori biotech, pharma e high tech). Si caratterizzano per team molto piccoli e una cultura tipicamente scientifica: una condizione che rende faticoso trasformare intuizioni, scoperte, e invenzioni in imprese pronte ad affrontare il mercato. Questo anche perché nella regione è assente un raccordo tra le competenze di tipo gestionale e commerciale in grado di affiancare realtà di impresa innovative e i ricercatori.

#### D. GRANDI CORPORATION.

Le multinazionali da tempo presenti nel Lazio hanno ultimamente ridotto la loro presenza in termini di centri di ricerca: questo rende più difficile il loro eventuale rapporto con il mondo delle startup. Più in generale permane una diffidenza reciproca che non facilita la giusta collaborazione tra ricerca e aziende. Questo vale anche per le PMI.

A fronte di questi punti di 'debolezza' del sistema laziale, stanno i numerosi punti di forza alla base di una strategia per costruire un ecosistema delle startup in ambito regionale (sintetizzati nel box):

- *Prima città universitaria d'Europa (300.000 studenti)*
- *Prima regione italiana per percentuale di laureati.*
- *Baricentrica sia nell'asse nord-sud del paese, che nell'asse Europa-Medio Oriente, che sul bacino Mediterraneo. Dotata di due aeroporti commerciali internazionali, sessanta aviosuperfici (trenta a Roma), due linee di alta velocità, porti turistici e commerciali.*
- *Ricca di location potenziali (borghi, aree ex-industriali, ex-militari, ex-ospedaliere), riqualificabili.*
- *Rapporti internazionali garantiti da ambasciate, istituzioni internazionali (FAO, IFAD ecc.).*
- *Brand di indiscussa rilevanza a livello mondiale.*
- *Ricchezza disponibile per investimenti: terza città europea per numero di famiglie milionarie (125.000, il 50% di quelle italiane con patrimonio oltre 5M).*
- *Sede di 48 centri di ricerca (tra cui CNR) con circa 14.000 addetti. Centri di eccellenza nelle life sciences, nanotecnologie e bioarchitettura*
- *Sede di 600.000 imprese, tra cui le grandi aziende italiane con attività di ricerca - Eni, Enel, Telecom, TERNA, Finmeccanica, Engineering, Almagora - e una importante presenza di multinazionali in settori ad elevato contenuto tecnologico (chimica, informatica, trasporti).*
- *Presenza consolidata chimico-farmaceutico, software, telecomunicazioni, elettronica, avionica, difesa, agricoltura, edilizia, turismo, trasporto, mobilità.*
- *Presenza qualificata nel settore delle industrie creative (editoria digitale, audiovisivo, design, fashion).*
- *Presenza di studi di livello internazionale stabilmente insediati nel panorama laziale - Gianni Origoni-Grippo-Cappelli & Partners, Freshfields, Ughi e Nunziante, Bird & Bird, Clifford Chance, Hogan Lovells.*
- *Alta densità di scuole internazionali primarie e secondarie (16)*
- *Consolidata immagine "cool" o di "Dolce Vita", nonostante i problemi infrastrutturali: terza città del mondo (dopo New York e Parigi) in cui si vorrebbe vivere, secondo un recente sondaggio internazionale.*

## 4. I QUATTRO PILASTRI SU CUI POGGIARE UN ECOSISTEMA REGIONALE PER LE STARTUP

Il lavoro di analisi della Commissione, le interviste condotte e i dati raccolti hanno permesso di individuare i 4 pilastri sui quali basare un ecosistema delle startup. Essi sono sintetizzabili nelle quattro “s”:

- 4.1. **SENSIBILITÀ.** Ossia un sistema di valori e una cultura scientifica che valorizzino la ricerca e l'imprenditorialità innovativa.
- 4.2. **SISTEMA.** Un insieme di luoghi e servizi di supporto a chi vuole sviluppare la propria idea e trasformarla in un'impresa.
- 4.3. **SOLDI.** Un sostegno finanziario specifico e un sistema fiscale e burocratico che facilitino la realizzazione di un progetto e il suo ingresso sul mercato.
- 4.4. **SBOCCO.** Una domanda di mercato, rappresentata dalle grandi imprese (private e pubbliche) o dal mercato borsistico, che permetta di passare dallo stato di startup a quello di impresa di successo

### 4.1. Verso un Lazio della cultura imprenditoriale e innovativa (SENSIBILITÀ)

Per favorire lo sviluppo di un ecosistema fertile per la nascita di startup, prima di tutto occorre creare nella comunità scientifica e imprenditoriale un sistema di valori e una cultura di fondo condivise che valorizzino la ricerca, la creatività e l'imprenditorialità innovativa.

Questo vale soprattutto nel nostro territorio, considerato che il Lazio è una regione che tende a caratterizzarsi per una cultura burocratica e 'legalistica', piuttosto che imprenditoriale. Né va trascurato, d'altra parte, come la preponderante presenza del settore pubblico nell'economia e la storica rilevanza dell'industria delle costruzioni, abbiano finito per far emergere, anche in quest'ambito, la componente che potrebbe definirsi 'relazionale' rispetto a quella del 'merito'.

Il cambiamento può avvenire grazie alla combinazione di più fattori.

Il primo ambito è quello delle **università**, considerato che gli atenei da corpi estranei al tessuto socio-economico, sono oggi chiamati a configurarsi come veri e propri “fattori strategici di sviluppo”. E, tra l'altro, è proprio quello che prevede la cosiddetta “terza missione” del sistema (le prime due sono la ricerca e la didattica) sulla quale negli ultimi tempi si sta concentrando l'attenzione dell'Unione Europea.

Le basi su cui investire ci sono. La regione Lazio è uno dei centri universitari più grandi d'Europa e può quindi contare su un importante patrimonio in termini di capitale umano. Inoltre è bene ricordare che il nostro territorio ospita una pluralità di centri di ricerca che lo collocano in una posizione di eccellenza a livello internazionale. Basti pensare a istituzioni come il CNR, l'ASI (Agenzia Spaziale Italiana) l'ISFN (Istituto nazionale di fisica nucleare) e l'ENEA (Agenzia nazionale per le nuove tecnologie, l'energia e lo sviluppo economico sostenibile), e a molte

altre realtà internazionali di primaria importanza in settori tecnologicamente avanzati quali l'ESRIN (European Space Research Institute).

Oltre a questo ci sono diverse esperienze di eccellenza sulle quali lavorare. Dal punto di vista della formazione, negli anni più recenti si è assistito, per esempio, alla nascita di iniziative come InnovActionLab, nata a Roma Tre, come competizione/collaborazione sul piano delle nuove idee di business tra studenti universitari provenienti da corsi di laurea diversi, e poi aperta a tutti gli atenei. Ci sono, dal profilo dell'incubazione, altre esperienze interessanti come i programmi nel settore delle startup come Sapienza Innovazione, SpinOver-Tor Vergata, I.Lab Luiss, dirette a sostenere le idee di innovazione sorte in ambito accademico. Va segnalata, su un piano parzialmente diverso, l'esperienza di Codemotion che, concepita a Roma Tre, è in pochi anni divenuta il maggior organizzatore di convention per sviluppatori a livello europeo.

Se, dunque, molto si muove a livello regionale, tuttavia l'obiettivo di favorire la nascita di canali efficienti e continuativi di dialogo tra e con le Università e le imprese non è stato ancora raggiunto.

Il problema è anche di tipo culturale: non c'è la sufficiente osmosi tra le diverse discipline (per esempio tra scienze ed economia, ma anche tra management e ingegneria) e c'è ancora una diffidenza (se non proprio una avversione) per il tema startup da parte delle fasce più tradizionali dell'accademia.

Se, quindi, anche alla luce delle esperienze straniere l'Università è il punto di partenza, la Commissione ritiene che l'Università da sola non possa farcela e che servano altri soggetti che collaborino, a partire dal mondo della scuola.

Anche la **scuola** ha un suo ruolo nel creare spirito imprenditoriale. Superando le difficoltà che nascono dalla motivazione dei docenti e delle famiglie non sempre consapevoli che il lavoro formativo sulla cultura di impresa è un investimento che produce risultati e dura nel tempo.

Oltre alla scuola e quello che può essere fatto nei mondi della ricerca e della formazione, è necessario che la cultura di fondo venga diffusa anche verso il **pubblico generale**. E per questo sono necessari l'impegno dei media, ed eventi ad hoc. Anche su questo fronte si notano dei segnali importanti, sia in termini di specifica attenzione della stampa quotidiana, sia riguardo a manifestazioni di rilievo internazionale dedicate alle startup che hanno scelto Roma come luogo di destinazione (da TechCrunch al Maker Faire).

I lavori della Commissione hanno fatto emergere l'importanza degli spazi, intesi come luoghi in cui si fa impresa e si erogano servizi di accompagnamento per le giovani startup, e dei collegamenti fisici e virtuali fra questi, capaci di generare una rete dell'innovazione per produrre ricadute positive sul territorio e favorire il successo dell'ecosistema

**Proposte della commissione per creare sensibilità, educando e indirizzando gli stakeholder**

Per lo sviluppo dell'ecosistema è necessario sensibilizzare i diversi stakeholder. In primis facendo leva su università e centri di ricerca spingendoli ad avviare al proprio interno un percorso imprenditoriale che favorisca la nascita di spin-off e startup. Questo non implica necessariamente richiedere ai ricercatori di svolgere attività economiche che tipicamente non competono loro (e che, in genere, non svolgono volentieri), quanto piuttosto favorire contesti e occasioni di incontro tra chi fa ricerca e chi la può trasformare in prodotti e servizi per il mercato, prevedendo altresì un piano di formazione specifico per "imprenditori della ricerca".

In particolare educazione nella scuola secondaria e formazione dei docenti (anche universitari) per renderli adatti a perseguire la terza missione dell'università. Percorsi di avvicinamento per gli studenti universitari (vedi esperienza della Provincia di Roma con InnovAction Lab) eventualmente raddoppiando i fondi già raccolti privatamente.

Più in generale, per diffondere la giusta cultura occorre anche un percorso di comunicazione che tenda a "mitizzare l'imprenditorialità", dando visibilità ai modelli e alle iniziative imprenditoriali ben fatti, e investendo nell'informazione che consenta di generare consapevolezza sull'offerta esistente sul territorio.

Per indirizzare le startup al fine di sintonizzarle con le vocazioni 'territoriali' della Regione, al di là di quanto si dirà successivamente nel par 4.4. relativamente al rapporto tra startup e sistema delle imprese, è utile far riferimento alla *Smart Specialisation Strategy*. Nell'ambito della programmazione europea relativa ai fondi strutturali per il periodo 2014-2020, il Lazio si è dato una visione olistica del proprio sviluppo attorno alla quale ordinare indirizzi e azioni di policy in questo settore. Le indicazioni strategiche che ne emergono identificano il settore turistico, quello culturale e creativo, quello dell'efficiamento energetico, del cleantech e delle telecomunicazioni (per esempio e-commerce, mobile marketing, ecc.) quali settori chiave della *Smart Specialization Strategy della Regione Lazio*. Tale strategia dovrà essere il punto di riferimento delle politiche industriali per l'innovazione dei prossimi anni e, quindi, anche di quella in materia di startup.

#### **OBIETTIVO CULTURA STARTUP (SENSIBILITA')**

##### **PROPOSTA 1. UNA CULTURA IMPRENDITORIALE SUL TERRITORIO**

*Creare un Fondo dedicato a sostenere le iniziative di "evangelizzazione" su innovazione, imprenditorialità e informatica, sui vari livelli del sistema educativo, a partire dalle testimonianze nella scuola secondaria. L'iniziativa andrebbe condotta in collaborazione con associazioni imprenditoriali e della società civile.*

##### **PROPOSTA 2. CORSI DI PROGRAMMAZIONE E IMPRENDITORIALITÀ**

*Riservare risorse europee dedicate alla formazione per avviare corsi per studenti e docenti delle superiori sulla programmazione e le startup digitali. I corsi saranno tenuti in collaborazione con le Università del Lazio e i principali operatori (incubatori e acceleratori) del territorio.*

##### **PROPOSTA 3. PERCORSI PER STUDENTI UNIVERSITARI**

*Destinare risorse europee al sostegno di percorsi formativi multidisciplinari per stimolare gli studenti universitari a lavorare in team e con l'obiettivo di sviluppare idee di business innovative e presentarle alla comunità dei business angels e dei venture capitalist. In parallelo, e in collaborazione con il MIUR, favorire la nascita di corsi di laurea e insegnamenti sul tema della imprenditorialità innovativa, finanziando la chiamata di visiting professor dall'estero o i contratti integrativi con esperti.*

##### **PROPOSTA 4. COMUNICAZIONE PER VALORIZZARE IL BRAND "STARTUPLAZIO!"**

*Istituire un Fondo di attività legate al progetto StartupLazio! dedicato al supporto e al patrocinio delle iniziative organizzate da terzi sul territorio (Maker's Fair, Techcrunch, Settimana dell'innovazione, ecc.). In questo contesto avviare una attività di media relation per proporre alla stampa e alle tv locali (e non solo) servizi sulle startup del Lazio.*

##### **PROPOSTA 5. PREMIO MIGLIORE STARTUP LAZIALE.**

*Istituire un premio annuale (25k) per la migliore startup nata nel Lazio che abbia ricevuto finanziamenti e abbia iniziato a operare con successo sul mercato. Questo anche al fine di mappare, dandone visibilità tramite un'apposita pubblicazione (vedi proposta "Libro d'oro"), delle diverse iniziative del territorio.*

*In alternativa (o aggiunta) alla proposta precedente, formare una giuria di grandi imprese per individuare annualmente l'idea più interessante che consente di conciliare innovazione e sostenibilità, nei campi della green economy, energia, edilizia, ecc. Questo premio potrebbe essere in connessione con il programma Solar Decathlon, che potrebbe essere ospitato a Roma nell'edizione 2017.*

##### **PROPOSTA 6. "LIBRO LAZIOSTARTUP"**

*Rassegna annuale dell'ecosistema laziale tramite una pubblicazione illustrata che racconti l'evoluzione e gli attori delle diverse iniziative.*

#### 4.2 Un Lazio con luoghi e capacità per lo sviluppo delle startup (SISTEMA)

I luoghi di accoglienza dedicati alle startup sono un elemento essenziale dell'ecosistema. Essi favoriscono la contaminazione tra ambiti diversi e consentono alle persone motivate di trovare sostegno (non solo morale) alle loro attività. Giovani e meno giovani hanno bisogno di un luogo reale dove intraprendere le loro attività. Gli **spazi fisici** dedicati alle startup oltre ad offrire ambienti adatti al co-working (con tutti i vantaggi evidenti della condivisione di esperienze e competenze diverse), danno la possibilità di incontrare gli esperti (nella loro veste di mentor) e di entrare in contatto con possibili finanziatori. A seconda del livello di servizio offerto, e del coinvolgimento di chi gestisce lo spazio nelle attività delle startup, esistono varie soluzioni:

**Co-working.** Evoluzioni dei tradizionali business center, sono spazi in cui si possono utilizzare postazioni operative e condividere alcuni servizi comuni. In questo caso la startup ospitata in genere non riceve finanziamenti (anzi, in alcuni casi è anche tenuta a sostenere un costo per l'uso dei locali).

**Incubatori.** In un incubatore oltre agli aspetti logistici si prevedono attività informative e di assistenza. Non è garantito un finanziamento alla startup ma, tutt'al più, un indirizzamento verso possibili fonti di finanziamento e una possibilità di essere selezionati per veri propri percorsi di accelerazione.

**FabLab.** Sono strutture che ricordano i laboratori a cui accedere per attività di ricerca e sperimentazione su prodotti fisici e prototipazione. Offrono l'uso gratuito o a pagamento (nella forma dell'abbonamento mensile) di strumenti più o meno tecnologici (ultimamente c'è grande attenzione alle stampanti 3D). Si stanno diffondendo negli ultimi anni anche sulla scia della moda "makers": di fatto una forma di bricolage tecnologicamente evoluta e orientata all'innovazione e alla imprenditorialità.

Co-working, incubatori e fablab sono tutte strutture miste che combinano spazi fisici, tecnologie e servizi e che possono ospitare, specialmente nelle fasi embrionali, una startup. Senza escludere altre forme di autoimprenditorialità più tradizionale.

Diverso è il caso degli **acceleratori** che, invece, hanno una vocazione esclusiva per le startup. Sono organizzazioni - quasi sempre ospitate in un ambiente fisico dedicato - che selezionano una o più volte l'anno "classi" di startup per un intervallo di tempo che va dai tre ai sei mesi. Durante questo periodo (propriamente definito di "accelerazione") le startup nella fase iniziale del loro ciclo ma con un team già strutturato ricevono (spesso in cambio di una partecipazione azionaria attorno al 7-10%) un finanziamento (nell'ordine di poche decine di migliaia di euro) e un servizio di training-mentoring-supervisione che consente loro di sviluppare rapidamente il proprio prodotto/servizio e di definire accuratamente il relativo modello di business. Al termine dell'accelerazione l'investimento può essere incrementato in base allo stato di avanzamento, al valore di mercato già ottenuto, alla possibilità di successo dell'impresa e alla conseguente probabilità di ricevere ulteriori investimenti più sostanziosi da parte di operatori professionali.

L'esperienza più strutturata di programma di accelerazione nel Lazio è, attualmente, quella di Luiss Enlabs promosso dal fondo LVenture. Altri esempi si stanno, tuttavia, affiancando: quelli, tra gli altri, di PiCampus, Startalia, The Hub (focalizzata sull'innovazione sociale): tutte realtà che, avendo creato un primo ecosistema embrionale, sembrano destinate ad essere presto affiancate da altre iniziative.

A tali realtà vanno a sommarsi altri tre modelli:

- i già menzionati acceleratori Universitari;
- la rete dei BIC regionali, che vedono spazi di incubazione e accelerazione specializzati;
- realtà di incubazione sviluppate da grandi imprese a elevato contenuto tecnologico come Enel Lab, Working Capital (sostenuto da Telecom Italia), Ego (Ericsson).

#### **BOX 2 - Grandi Aziende e Startup: quattro esempi sul territorio**

**Enel.** Nel 2012 ha lanciato un programma di sostegno alle startup, con un funding iniziale da 15 milioni di euro e la cui durata prevista è di almeno tre anni. L'ambito considerato è molto ampio: dalle rinnovabili a tutto ciò che è smart e abbassa le emissioni. Ai team si affiancano tutor (anche per le pratiche legali e amministrative), e il dipartimento di R&S, che li assiste nello sviluppo della tecnologia. Se dopo un primo anno i progetti soddisfano, vengono finanziati e accompagnati nella fase di pre commercializzazione, sfruttando le sinergie con l'azienda. Per ora non viene offerto uno spazio fisico per l'incubazione.

**Ericsson.** Nel 2004 ha creato il programma ego dedicato alle startup. Viene offerto agli universitari laureandi e dottorandi un premio innovazione, per chi ha sviluppato una idea di business. Le idee selezionate vengono incubate nell'azienda. Nasce dalla collaborazione con varie università (nel Lazio: Tor Vergata, Luiss e Sapienza) Alle startup vengono offerte consulenze, laboratori, strumenti nonché la possibilità di usufruire dei servizi dei dipendenti. E' un'iniziativa di Corporate Social Responsibility (CSR).

**Working Capital.** Oggi è una unit all'interno di strategy innovation di gruppo, coordinata dal CEO di Telecom Italia. I quattro acceleratori (uno a Roma) sono supportati dalle attività di community building, ma gestiscono un flusso di grant d'impresa messi a disposizione per ca. 40 startup all'anno. Il percorso di accelerazione dura quattro mesi, viene svolto localmente con la possibilità di mettere a fattore comune i diversi poli. Un fast track consente alle startup di entrare in un "albo veloce" e diventare automaticamente fornitori privilegiati del gruppo Telecom.

**WindBusinessFactor.** Nato come iniziativa sponsorizzata da WIND con obiettivi di brand awareness, si è poi sviluppato da progetto di CSR a percorso verso la open innovation facendo incontrare i manager con le startup. E' una piattaforma di business social network, con formazione, eventi, per aiutare le startup a costruire alleanze strategiche.

**Servizi formativi e di consulenza.** Uno dei principali problemi vissuti dai proto-imprenditori innovativi è quello dell'accesso alla consulenza di tipo manageriale, amministrativa, fiscale e legale. E questo non solo per il costo, che tipicamente eccede le disponibilità finanziarie di una impresa nella fase embrionale, ma anche per la difficoltà di scegliere tra esperti e (cosa più grave) tra soluzioni diverse, come risposta a una stessa problematica. Tutto ciò in un contesto nuovo dal punto di vista giuridico e in cui non si è ancora radicata una specifica competenza dei professionisti.

In questo senso, negli incontri tra la Commissione e le startup della regione è emersa la necessità di una formazione ad hoc (soprattutto per quegli imprenditori che hanno seguito percorsi formativi e universitari di tipo scientifico, tecnico e umanistico) e di un'azione di indirizzo che preceda la fase di coinvolgimento del professionista.

#### Proposte della Commissione per lo sviluppo di Spazi e Servizi.

Il primo obiettivo della Regione dovrà essere quello di mettere in connessione, sia fisicamente che in modo virtuale, le diverse componenti pubbliche e private dell'ecosistema ossia investitori, incubatori e gli acceleratori regionali (esistenti o in fase di progetto).

Secondo la Commissione tale finalità sarà perseguita attraverso diversi interventi.

Il primo è la definizione di una piattaforma di condivisione e scambio di esperienze fra i diversi soggetti.

Il secondo è la riqualificazione e la messa in rete degli spazi attualmente esistenti e facenti capo al BIC. Si tratta di un'attività che deve avere come obiettivo sia la specializzazione dei singoli spazi, sia la loro modernizzazione e messa in rete, sia la realizzazione di luoghi di accelerazione e incubazione nei luoghi della Regione attualmente non dotati di spazi per le startup.

Il terzo punto è la definizione di uno spazio fisico 'bandiera' che possa fungere da "snodo" del sistema pubblico/privato (sul modello di Block71 a Singapore, Techcity a Londra e analogo progetto in fase di realizzazione a Parigi). Secondo la Commissione è possibile adibire a questo scopo un edificio dismesso (per esempio un ospedale) con una dimensione iniziale di almeno 1.500 mq per la cui gestione (affidata ai privati) andrà fatto un bando che dovrà individuare operatori privati specializzati sia nel finanziamento, sia nell'attività di mentoring. In tale spazio potranno confluire sia le startup generate dalle università pubbliche romane (similmente a quanto fatto da Luiss con EnLabs) sia quelle di altre regioni (o straniere) interessate a trasferirsi nella capitale per un periodo di accelerazione.

Il risultato, in prospettiva, dovrebbe essere l'organizzazione di un sistema articolato nel territorio regionale, – pubblico e privato – che veda un centro (inevitabilmente Roma) per la vera e propria accelerazione, e diversi satelliti (le provincie, ma anche in prospettive le altre città) che offrano, a loro volta, spazi di co-working, incubazione e pre-accelerazione.

#### OBIETTIVO 2: CREARE COLLEGAMENTI (SISTEMA)

##### PROPOSTA 8 PIATTAFORMA STARTUP LAZIO!

*Creare una piattaforma Startup Lazio! che favorisca: a) la costante mappatura degli attori; b) la promozione di eventi per favorire il match tra esperienze, risorse e competenze; c) una comunicazione integrata veicolata dalla Regione verso l'esterno. A questa verrà affiancata una attività di social media per diffondere notizie sull'ecosistema (#StartupLazio!)*

##### PROPOSTA 9 RIQUALIFICAZIONE E MESSA IN RETE SPAZI BIC

*Avviare, anche avvalendosi di risorse europee della programmazione 2014-2020 un programma di riqualificazione degli spazi di accelerazione incubazione del BIC Lazio. Tale azione dovrebbe avere come principi quello della identità di immagine, di diffusione sul territorio, di specializzazione, di messa in rete e dialogo con le esperienze private del territorio di insediamento.*

##### PROPOSTA 10 LA "CITTÀ" DELL'INNOVAZIONE

*Definire un sistema di bandi che sostenga operatori privati interessati a creare luoghi di incubazione e accelerazione delle startup sia su spazi di proprietà pubblica, sia su spazi di proprietà privata. L'obiettivo è quello di sostenere nuovi operatori – italiani ed esteri – ad interessarsi alla realtà laziale. Al fine di massimizzare gli effetti diretti sulla creazione e commercializzazione di prodotti e servizi innovativi, e gli effetti indiretti sulla crescita economica e occupazionale nel territorio, tali bandi saranno focalizzati su obiettivi misurabili e definiranno chiaramente le responsabilità degli operatori, sia pubblici che privati, badando anche a ridurre al minimo gli ostacoli amministrativi per le startup.*

#### 4.3. Una nuova finanza per chi investe, innova e cresce (SOLDI)

Ulteriore e fondamentale pilastro dell'ecosistema, emerso in sede di lavori della Commissione, è rappresentato dall'intervento finanziario di sostegno alla creazione di impresa. E' un dato particolarmente importante soprattutto in un sistema come quello regionale, tendenzialmente tradizionale e che vede la sostanziale assenza di fondi di venture capital, pochi angel investors e scarse società di private equity. Il settore pubblico è chiamato, quindi, a svolgere un ruolo di supplenza rispetto a un intervento privato ancora fragile.

Per favorire la nascita di nuove imprese nei settori innovativi nei quali l'accesso al credito è per definizione difficile, è necessario combinare in maniera ottimale risorse europee, regionali e nazionali. E questo non solo per evitare duplicazioni, ma per aumentare l'impatto della normativa nazionale attraverso la realizzazione di sinergie con gli strumenti regionali.

Sul punto la Commissione, come emergerà dalle singole proposte, ha individuato una serie di specifiche indicazioni operative e di principi di attività.

#### **Proposte della Commissione per gli strumenti finanziari per le Startup**

Dal punto di vista degli strumenti finanziari - e nell'ottica delle risorse disponibili nell'ambito della programmazione europea 2014-2020 - il lavoro della Commissione ha fatto emergere indirizzi sufficientemente precisi che tengono conto della disciplina in materia di aiuti di Stato che si è andata evolvendo nel periodo più recente.

Più specificamente sono quattro gli elementi di principio attorno ai quali si sono definite le linee di indirizzo sul punto:

- (i) differenziazione degli interventi con riferimento a tre momenti della vita della startup: e, quindi, azioni di finanziamento microseed, seed e early stage a seconda dell'ammontare finanziario coinvolto e del momento dell'intervento;
- (ii) filosofia dell'investimento, che vede la pubblica amministrazione non 'scegliere' direttamente le imprese beneficiarie ma individuarle avvalendosi del privato (e, quindi, operando in regime di cofinanziamento) ovvero laddove necessario/possibile attraverso l'individuazione di un soggetto gestore scelto in esito a gara pubblica;
- (iii) previsione - laddove possibile - di forme di partecipazione del pubblico al capitale delle imprese e, quindi, agli eventuali successi dell'impresa in modo da poter alimentare i Fondi pubblici destinati alle nuove imprese attraverso le risorse ottenute in fase di Exit;
- (iv) Semplificazione amministrativa e tempestività nell'erogazione in modo da mettere a disposizione le risorse finanziarie secondo modalità adeguate alle necessità delle imprese innovative per entrare nei mercati.
- (v) Sgravio fiscale attraverso riduzioni dell'IRAP e/o delle addizionali regionali per Startup Innovative ed Incubatori Certificati, ovvero erogazione di un fondo finalizzato alla copertura delle spese fiscali.

Sulla base di queste indicazioni, condivise dai componenti della Commissione, si sono delineate le seguenti misure a seconda dell'ammontare di risorse coinvolto.

#### **A. Interventi di microseed.**

L'azione della Regione ha l'obiettivo di promuovere e sostenere la nascita e l'avvio di 500 startup innovative e creative nel periodo in considerazione e di aumentare il numero di startup innovative iscritte nell'apposita sezione del registro delle imprese ai sensi della Legge 17 dicembre 2012, n. 221.

Per farlo si propone di istituire un Fondo di microseed capital (Fondo MicroSeed) che conceda contributi a fondo perduto a nuove imprese aventi le caratteristiche previste dalla normativa nazionale in materia di startup.

Lo schema dei bandi - gestiti dalle società di sviluppo regionale - prevede, per le startup innovative un meccanismo di selezione che vede l'assenza del soggetto pubblico dal processo di selezione diretto dell'investimento. Più in particolare, il meccanismo sarà quello del cofinanziamento di iniziative presentate al Fondo da un soggetto terzo indipendente e qualificato - di natura privata (società specializzate ad hoc, startup factories - incubatori e acceleratori - grandi gruppi, piccole e medie imprese, business angels) o pubblica (ad esempio incubatori universitari) - disposto a contribuire in misura almeno pari all'importo del contributo.

E' auspicabile, secondo la Commissione, che siano previsti meccanismi di partecipazione del settore pubblico ad eventuali benefici legati all'Exit della startup finanziata (eventualmente nella forma dell'*earn out*). Nel caso ciò avvenisse si dovrebbero prevedere forme di restituzione del beneficio al Capitolo di bilancio in cui è previsto il Fondo così da utilizzarle per nuovi finanziamenti del medesimo tenore.

Tra le condizioni di accesso al finanziamento la Commissione ritiene opportuno inserire anche l'iscrizione delle startup all'albo previsto ai sensi della legislazione nazionale anche al fine di consentire una mappatura trasparente dell'evoluzione del settore.

#### **B. L'intervento di seed capital**

Oltre alla fase di micro-seed la Commissione ha ritenuto importante sottolineare l'importanza di un secondo obiettivo, quello di aiutare il passaggio delle startup alla seconda fase di crescita. Si stima, in prima approssimazione, che questa misura potrà aiutare sino a 25 startup in questo itinerario di crescita.

##### **B.1 Il Fondo seed**

In quest'ambito la Commissione ha proposto la creazione di un secondo Fondo, (Fondo Seed) le cui risorse possono essere utilizzate per destinare a possibili 'campioni' locali risorse provenienti dal mercato di capitali: nazionale ed estero.

Si è ritenuto, infatti, che la disponibilità di uno strumento di co-finanziamento, specie se adeguatamente comunicato, potrà attrarre l'attenzione degli investitori verso le startup del nostro territorio. In linea con le indicazioni della Commissione sull'importanza della collaborazione pubblico-privato, le startup potranno essere finanziate qualora un operatore specializzato sia pronto a partecipare al loro capitale in parallelo con le erogazioni dell'operatore pubblico.

Il Fondo potrà essere gestito dalla società di sviluppo regionale ovvero da operatori privati selezionati attraverso gara. Dal punto di vista operativo dovrà rendere possibile il primo round di crescita con interventi di taglio sino a EURO 250 mila ad investimento - e quindi sino ad almeno complessivi EURO 500 mila tenendo in conto le risorse investite da privati in regime di cofinanziamento.

Anche in questo caso la Commissione sottolinea di verificare la possibilità di prevedere meccanismi di partecipazione del settore pubblico ad eventuali benefici legati all'Exit della startup finanziata. Nel caso ciò avvenisse si dovrebbero prevedere forme di restituzione del beneficio al Capitolo di bilancio in cui è stato previsto il Fondo in modo da riattivare risorse finanziarie destinabili al sostegno di nuove imprese innovative.

### **B.1 Intervento in Incubatori Certificati**

Una quota delle risorse del Fondo Seed potrà essere utilizzata per intervenire, anche in questo caso in regime di cofinanziamento con operatori privati, per sostenere incubatori certificati ai sensi della legislazione nazionale.

L'intervento potrà essere diretto a sostenere specifici progetti diretti ad incrementarne la capacità di fornire servizi di incubazione alle start up innovative con particolare riferimento alle fasi di: (i) selezione, (ii) acquisizione e fornitura delle competenze; (iii) gestione di iniziative che consentano di svolgere attività di mediazione tra start up ed eventuali investitori.

Tale utilizzo avverrà secondo lo schema di bandi gestiti dalle società di sviluppo regionale, chiamate a valutare la qualità dei progetti di incubazione e accelerazione presentati dai soggetti abilitati.

### **C. L'intervento in fase Early-Stage**

A completamento delle indicazioni relative ai primi due Fondi, la Commissione ritiene importante l'adozione di un terzo strumento, dedicato alla fase ulteriore della vita della startup (Fondo Early-Stage).

In questo senso l'obiettivo del Fondo dedicato all'intervento in fase Early-Stage è realizzare interventi in almeno 10 startup aiutandole finanziariamente nel passaggio alla ulteriore fase di crescita. Più specificamente, il Fondo va utilizzato per destinare a possibili 'campioni' locali risorse provenienti dal mercato di capitali: nazionale ed estero. In quest'ottica il Fondo dovrà rendere possibile il secondo round di crescita con interventi di taglio sino ad un massimo di EUR 1.5 mln di investimento da parte dell'operatore pubblico.

### **C. 2. Intervento diretto nel capitale delle imprese**

Anche qui in applicazione dei principi di collaborazione pubblico-privato nel sostegno alle nuove imprese, La Commissione sottolinea come le start-up potranno essere finanziate esclusivamente qualora un operatore specializzato del settore privato sia pronto a partecipare al loro capitale in parallelo con l'erogazione dell'operatore pubblico e successivamente ad una valutazione operata avvalendosi di professionalità di eccellenza.

Sul punto la Commissione indica come dovrà essere altresì valutata - alla luce della disciplina europea in materia di aiuti di Stato e della effettiva economicità e convenienza di tale struttura - la possibilità di individuare attraverso una selezione di gara l'operatore privato specializzato incaricato di gestire il Fondo, attraverso la creazione di uno specifico veicolo finanziario e in sostituzione del soggetto pubblico.

Anche, e specialmente, per quel che concerne l'intervento Early-Stage, la Commissione ritiene auspicabile verificare la possibilità di introdurre - laddove possibile dal punto di vista amministrativo e contabile - meccanismi di partecipazione dell'amministrazione ad eventuali benefici legati all'Exit della startup finanziata con risorse pubbliche (mediante previsione di clausole earn out o di partecipazioni nel capitale).

Nel caso ciò avvenisse si dovrebbero prevedere forme di indirizzo delle risorse rivenienti al Capitolo di bilancio destinato al sostegno alle startup.

### **C.2 Investimento nel capitale di Fondi di investimento specializzati nel sostegno alla nuova impresa innovativa localizzata nel territorio laziale.**

Per incentivare la creazione di veicoli finanziari specializzati nel sostegno alla nuova impresa innovativa - oggi virtualmente assenti sul territorio laziale - la Commissione ritiene che tra i possibili utilizzi delle risorse del Fondo ci sia anche la partecipazione in Fondi specializzati in investimenti in nuova imprenditorialità innovativa nel territorio regionale (agendo, quindi, come una sorta di "Fondo di Fondi").

In quest'ottica sarà possibile destinare una quota del Fondo Early-Stage alla sottoscrizione di fondi o di altri veicoli di investimento regolamentati.

Resta inteso, quale principio di carattere generale, che l'impegno finanziario sottoscritto dall'amministrazione regionale non potrà essere superiore al 50% degli impegni complessivamente sottoscritti da altri soggetti pubblici o privati.

Su questo specifico punto la Commissione indica, inoltre, l'opportunità di verificare possibili ambiti di collaborazione con istituti finanziari di natura pubblica - nazionali ed europei - specializzati in questo settore (in particolare il Fondo Italiano Investimenti della Cassa Depositi e Prestiti e il Fondo europeo per gli Investimenti). Tale collaborazione potrà portare a sviluppare strumenti finanziari ad hoc per le esigenze del tessuto imprenditoriale del Lazio e a raccogliere attorno a questo obiettivo risorse provenienti dai diversi soggetti attivi nel settore assicurando unitarietà e 'massa critica' all'iniziativa.

#### **OBIETTIVO 3 – FINANZA PER LE STARTUP (SOLDI)**

*Proposta 10 - Istituzione di un Fondo di Microseed specializzato in partecipazione in co-investimento sino a Euro 50 mila nel capitale delle nuove imprese innovative.*

*Proposta 11 - Istituzione di un Fondo di seed capital per (i) interventi sino a 250 K in co-investimento nel capitale di nuove imprese innovative e (ii) investimenti nel capitale di società specializzate in attività di incubazione e accelerazione.*

*Proposta 12 - Istituzione un Fondo di co-investimento specializzato (i) nello startup capital per investimenti di maggiore entità (sino a 1.5 milioni); (ii) nella partecipazione a Fondi di investimento specializzati in investimenti innovativi nella Regione Lazio.*

#### **4.4 Una Regione che aiuti le startup a diventare grandi (SBOCCO)**

Creare un humus favorevole all'imprenditorialità e aiutare la nascita delle imprese è importante. E' chiaro, però, che produrre idee e creare startup non è sufficiente per avere impatto sul sistema economico. Perché questo avvenga c'è bisogno di un ulteriore passaggio. E' necessario che un numero sufficiente di queste nuove imprese abbia l'opportunità di crescere e diventare un'azienda di successo.

Se, come detto, il tasso di mortalità delle nuove imprese è molto alto, questo non deve portare a ignorare le fasi successive del ciclo di vita (quelle in cui si crea il valore reale). Una specifica attenzione alla fase successiva a quella iniziale è essenziale, infatti, per evitare che il sistema diventi asfittico e per impedire che le migliori idee trovino (solo) all'estero il loro mercato.

La situazione, sotto questo aspetto, va decisamente migliorata. Finora, infatti, i casi di successo di startup laziali sono limitati, perlomeno se per successo si intende una "exit" significativa (come quella di Venere.com nel 2008).

La Commissione ritiene che su questo punto ci siano margini di intervento importanti per il settore pubblico.

Più specificamente, per creare i presupposti che consentano di passare alla quarta fase dell'ecosistema, quella dello 'sbocco' sul mercato, occorre lavorare sul sistema industriale e delle istituzioni.

Si tratta di un intervento che si potrebbe svolgere lungo tutto l'arco di attività delle nuove imprese, coinvolgendo immediatamente i grandi attori imprenditoriali sul territorio.

E così, sin dall'avvio andrebbe dato alle startup un quadro chiaro sulle tendenze dell'economia, sulle strategie del settore pubblico e di quello privato, dei possibili spazi per nuove imprese. Si tratterebbe, in buona sostanza, di innestare la politica per le startup nella più generale strategia di sviluppo regionale.

A questa prima fase dovrebbe far seguito una collaborazione tra grande imprese e nuova impresa fondato su attività di assistenza (mentoring) per lo sviluppo della startup (in alcuni casi anche intervenendo direttamente sull'incubazione, come nel caso di Telecom o ENEL, o sull'accelerazione).

Il terzo passaggio, infine, è quello in cui la grande imprese diviene la principale cliente dei prodotti e dei servizi innovativi offerti dalle startup. In alcuni casi si registra un esplicito interesse da parte delle filiali italiane delle multinazionali allo sviluppo dell'ecosistema laziale delle startup che giustifichi e favorisca la presenza nel Lazio dei loro centri ricerca. Qualora ciò non accadesse la tendenza (in parte già in atto) sarebbe quella di chiudere tali attività per portarle in altri paesi.

E' bene sottolineare, inoltre, che il mercato di sbocco per le startup laziali non deve limitarsi ai confini europei, né tantomeno nazionali. Si sente, in questo senso, l'esigenza di un'attività di accompagnamento (per esempio da parte dell' ICE o delle Camere di commercio italiane all'estero, di queste realtà nel percorso di penetrazione dei mercati internazionali).

**Proposta della Commissione: creare lo sbocco per le startup mettendole in sintonia con le imprese.**

Un passo essenziale nella direzione che si è schematizzata è coinvolgere le imprese nel processo di sviluppo dell'ecosistema inducendole a diventare membri attivi. Preoccuparsi dello "sbocco" solo nel momento in cui la startup è pronta per il mercato non è sufficiente. Il processo di sintonizzazione va avviato sin dalla fase di concepimento dell'idea di business.

Perché ciò avvenga, un punto essenziale è l'esplicitazione da parte delle aziende dei propri "problemi" (tecnologici, di processo o di mercato), sulla cui soluzione le startup innovative potrebbero nascere e incentrare le loro offerte. Si tratta, infatti, di un legame essenziale sia per il miglioramento della qualità delle startup dal punto di vista tecnologico e gestionale, sia per facilitare il processo di exit delle nuove iniziative.

Quando si parla di imprese occorre ovviamente considerare anche il settore della PA che, non solo per ridurre i propri costi operativi, può diventare un importante acquirente di servizi tecnologicamente avanzati. Anche in questo caso il primo passo è l'esplicitazione dei propri "problemi", chiedendo collaborazione per trovare soluzioni, eventualmente grazie alla condivisione dei dati nell'ottica "open". E poi, per favorire i rapporti commerciali tra startup già costituite ed enti/imprese

pubblici, è bene rendere meno burocratica la fase di acquisito. Questo anche per stimolare i (grandi) fornitori a coinvolgere le startup nei loro progetti. In definitiva, anche la pubblica amministrazione regionale, attraverso una sua domanda potrebbe divenire moltiplicatore dell'intera filiera dell'innovazione laziale.

Nel quadro delle politiche necessarie allo sviluppo del mercato di sbocco è altresì cruciale il rafforzamento della dimensione internazionale dell'economia laziale. In quest'ottica la Commissione ritiene che se i mercati europei costituiscono il target principale per le imprese del nostro territorio, c'è un ulteriore potenziale da considerare, quello rappresentato dai paesi di più recente adesione, da quelli baltici a quelli dell'Europa orientale. Oltre a questo, alla luce della sua posizione 'ponte' tra sponda nord e sponda sud del Mediterraneo, l'iniziativa regionale deve necessariamente guardare in quella direzione. E questo sotto due essenziali profili. Da un lato per quel che concerne i beni e servizi offerti dalle startup che potrebbero essere orientati ai bisogni di economie e società in cambiamento. Dall'altro lato, un'iniziativa regionale in questo ambito si può configurare come un attrattore di giovani da quei territori, che troverebbero nella regione Lazio un ambiente capace di far crescere le loro idee, sul piano finanziario e dei servizi. In quest'ottica, l'obiettivo a lungo termine potrebbe essere quello di divenire il polo delle startup nel bacino del Mediterraneo.

#### OBIETTIVO 4: CREARE IL MERCATO (SBOCCO)

##### Proposta 13 - Grandi Imprese per il Lazio

*Costituire – in collaborazione con le associazioni imprenditoriali più rappresentative - un Comitato di orientamento con gli amministratori delegati delle grandi aziende innovative insediate nel territorio con compiti di consulenza e indirizzo. Organizzazione di iniziative che favoriscano il match tra la Regione, imprese – nazionali e multinazionali – presenti sul territorio, e startup laziali come, per esempio: call per start-up coerenti con i cluster di imprese laziali, o "concorsi del tipo "adotta una startup up" prevedendo benefici fiscali o economici per l'adottante (ossia l'impresa che partecipa al capitale della startup) ovvero contribuisce a svilupparne il fatturato, ecc.*

##### Proposta 14 - Un'amministrazione cliente delle startup

*Verificare la possibilità di adottare l'albo veloce per le startup (vedi albo del MISE, albo Telecom ecc.) con un budget destinato ad hoc, oppure prevedere per tutti i bandi della Regione una quota da destinare alle offerte avanzate da parte delle startup innovative. Annullare la norma che prevede tre anni di esercizio per diventare fornitori e inserendo nei bandi la esplicita richiesta di innovatività del prodotto/servizio proposto.*

##### Proposta 15 - Le Startup laziali nel Mondo

*Organizzazione, in collaborazione con gli attori del territorio, di un evento annuale "Rome Startup Fair" per promuovere l'ecosistema, attrarre investimenti, diffondere cultura e, più in generale, confrontare l'esperienza della nostra Regione in questo settore con le altre realtà internazionali e far avviare rapporti di lungo periodo. Questo evento dovrebbe inserirsi nel piano per l'internazionalizzazione. L'evento dovrebbe avere un taglio di tipo business to business, mettendo l'accento sulle politiche territoriali e valorizzando i casi più interessanti, siano essi pubblici o privati, dell'ecosistema Lazio.*

##### Proposta 16 - Connessioni internazionali

*Per aprire l'ecosistema all'estero è utile creare connessioni con percorsi di accelerazione interazionali (p.e. Startup Bootcamp, già attivo ad Amsterdam, Berlino, Copenhagen, Dublino, Eindhoven e Haifa). Il contributo della Regione, in abbinamento con investitori privati, può consentire agli organizzatori di lanciare a Roma un programma specifico.*

Al di là dell'individuazione delle diverse attività necessarie per consolidare i pilastri dell'ecosistema, la Commissione ha avanzato altre proposte di contorno relative agli interventi organizzativi necessari al compimento del processo complessivo.

#### **Organizzarsi**

I lavori della Commissione hanno confermato la necessità di collocare la questione startup in un preciso assetto istituzionale. Non sfugge, infatti, sia l'importanza di dotarsi di organismi interni capaci di seguire la vicenda con continuità, sia quella dei raccordi della Regione Lazio con altre amministrazioni interessate.

Sul piano interno alla Regione emerge la necessità di un organismo che segua con continuità il tema. E questo sia dal punto di vista dei bandi, sia della progettazione europea, sia della continuità dei contatti con il mondo delle startup. Secondo l'opinione della Commissione, la competenza amministrativa della politica per le startup potrebbe essere collocata in capo a Lazio Innova in attuazione delle indicazioni strategiche dell'Assessorato allo Sviluppo Economico.

Per quanto riguarda il secondo aspetto, è essenziale assicurare la coerenza e la compatibilità dell'intervento regionale con l'importante iniziativa condotta sul tema dal MISE. Il Lazio potrebbe essere il primo banco di prova e da questa esperienza creare un documento da distribuire alle regioni, evitando che ognuno vada per conto proprio, disperdendosi.

#### **OBIETTIVO 5: UN'AMMINISTRAZIONE PER LE STARTUP**

##### *Proposta 17 – Organizzazione amministrativa dedicata alle startup*

*Definire nell'organizzazione dell'Assessorato e di Lazio Innova uno specifico ufficio dedicato al tema delle startup e della promozione dell'ecosistema, Verificando ed eventualmente integrando la disponibilità, all'interno dell'organizzazione, delle specifiche risorse e competenze necessarie a garantire una puntuale implementazione ed un efficace controllo sui progetti.*

##### *Proposta 18 - Accordo con il MISE*

*Definire un accordo di collaborazione con il MISE per sperimentare a livello regionale le misure promosse a livello nazionale in materia.*

##### *Proposta 19 - Rapporti a livello europeo.*

*Istituire, nell'ambito dell'ufficio responsabile dei rapporti con l'Unione Europea a livello di amministrazione regionale, di una linea di lavoro specificamente incaricata di promuovere la partecipazione a progetti comunitari in materia di innovazione e, segnatamente, di aiuto alle startup. Sarebbe questo il punto di avvio per collaborazioni, scambi di esperienze, creazioni di sistemi di alleanze con altre realtà europee interessate alla tematica.*

##### *Proposta 20 - Formazione amministratori*

*Prevedere attività di formazione (in Italia o all'estero) per funzionari della Regione e delle aziende regionali coinvolte nello sviluppo dell'ecosistema sul tema della imprenditorialità innovativa e il venture capital.*

## CONCLUSIONI

In conclusione può dirsi che il lavoro condotto ha fatto emergere un forte interesse - per molti versi l'essenzialità - della costruzione di un ecosistema nella Regione Lazio che favorisca lo sviluppo di idee di business innovative, in grado di generare ricadute positive per il territorio in termini di crescita economica, occupazionale e di creazione di una cultura più favorevole alle Startup . Il compito della Commissione è stato di verificare se e come questo obiettivo – cruciale per il futuro economico del territorio - potesse trovare un aiuto del settore pubblico.

In sede di conclusioni la Commissione indica una serie di ulteriori punti da prendere in considerazione per assicurare la viabilità dell'iniziativa.

Il primo è l'attenzione che va data all'execution delle proposte qui contenute. Si ribadisce, quindi, l'esigenza di un'organizzazione con una serie di passaggi ben definiti.

Altrettanta attenzione va data specialmente in questa fase storica, alle istanze di monitoraggio e valutazione sui risultati del programma per poter cambiare ed intervenire nel caso di problemi.

Va previsto, inoltre, il costante coinvolgimento degli attori dell'ecosistema e si dovrebbero prevedere momenti di interazione tra i diversi stakeholders.

E, infine, specifica attenzione va fornita alla collaborazione con gli altri attori istituzionali. Dall'amministrazione centrale, alla Commissione Europea, al Fondo europeo per gli investimenti.

La Commissione, nel consegnare questa relazione, non può che augurarsi che il documento possa essere base e fonte del lavoro nel mondo startup che sarà condotto nei prossimi anni. Un lavoro che esige oltre alle risorse e alla volontà di utilizzarle, anche una continuità amministrativa e un atteggiamento aperto al cambiamento.

*31 Dicembre 2014*



REGIONE  
LAZIO



Allegato B

## POR FESR Lazio 2014-2020

*Decisione C(2015)924 DEL 12/02/2015*

### **Metodologia e Criteri di selezione Operazioni sostenute attraverso Strumenti Finanziari Venture Capital**

approvati dal Comitato di Sorveglianza  
attraverso procedura scritta n. 2  
del 27/3/2017



REGIONE  
LAZIO

## I. Inquadramento normativo

Il presente documento è stato elaborato sulla base delle disposizioni previste dall'**art. 110** co.2 a) del **Regolamento (UE) 1303/2013** che prevede che il Comitato di Sorveglianza "esamina e approva la metodologia e i criteri usati per la selezione delle operazioni" e dall'**art. 125** del medesimo regolamento in materia di funzioni dell'Autorità di Gestione.

Il comma 3 prevede che tale Autorità:

- a) elabori e, previa approvazione da parte del Comitato di Sorveglianza, applichi procedure e criteri di selezione adeguati che:
  - garantiscano il contributo delle operazioni al conseguimento degli obiettivi e dei risultati specifici della pertinente priorità;
  - siano non discriminatori e trasparenti;
  - tengano conto della promozione della parità tra uomini e donne e dei principi dello sviluppo sostenibile secondo quanto indicato nei principi generali di cui agli articoli 7 e 8 del Regolamento 1303/2013;
- b) garantisca che l'operazione selezionata rientri nell'ambito di applicazione del fondo o dei fondi interessati e possa essere attribuita a una categoria di operazione o, nel caso del FEAMP, una misura individuata nella o nelle priorità del programma operativo;
- c) provveda affinché sia fornito al beneficiario un documento contenente le condizioni per il sostegno relative a ciascuna operazione, compresi i requisiti specifici concernenti i prodotti o servizi da fornire nell'ambito dell'operazione, il piano finanziario e il termine per l'esecuzione;
- d) si accerti che il beneficiario abbia la capacità amministrativa, finanziaria e operativa per soddisfare le condizioni di cui alla lettera c) prima dell'approvazione dell'operazione;
- e) si accerti che, ove l'operazione sia cominciata prima della presentazione di una domanda di finanziamento all'Autorità di Gestione, sia stato osservato il diritto applicabile pertinente per l'operazione;
- f) garantisca che le operazioni selezionate per il sostegno dei fondi non includano attività che facevano parte di un'operazione che è stata o dovrebbe essere stata oggetto di una procedura di recupero a norma dell'articolo 71, a seguito della rilocalizzazione di un'attività produttiva al di fuori dell'area interessata dal programma;
- g) stabilisca le categorie di operazione o, nel caso del FEAMP, le misure cui è attribuita la spesa relativa a una specifica operazione.

Le operazioni previste dal Programma possono essere attuate dalla Regione direttamente, anche tramite gli enti del sistema regionale<sup>1</sup> e gli organismi *in house*. Qualora la Regione non attui direttamente le operazioni previste dal Programma, la selezione delle stesse avviene mediante procedure competitive, nel rispetto delle discipline comunitaria, nazionale e regionale in materia di appalti pubblici, di concessioni e di aiuti di stato.

## 2. Definizione della metodologia e articolazione dei criteri di selezione

Con riferimento alle disposizioni citate i criteri di selezione del POR FESR Lazio 2014-2020 declinano quanto previsto dalla sezione 2.A.6.2 "*Principi guida per la selezione delle operazioni*" descritti nel POR approvato dalla Commissione Europea.

Dal punto di vista metodologico, i criteri di selezione delle operazioni sono funzionali all'individuazione ed al finanziamento di operazioni caratterizzate da un elevato grado di coerenza ed efficacia rispetto alle priorità, agli obiettivi specifici ed ai risultati attesi dell'Asse di riferimento. I criteri proposti sono facilmente **applicabili** e **verificabili** nella loro capacità di orientare le scelte per il sostegno del Programma ai migliori interventi per qualità progettuale e per capacità di conseguire i risultati.

I criteri di selezione previsti si articolano nelle seguenti tipologie:

1. **criteri di ammissibilità generali** ovvero quei requisiti di eleggibilità delle operazioni che rappresentano elementi imprescindibili dal punto di vista amministrativo e di rispetto della normativa di riferimento applicabile, per la selezione delle stesse e che sono applicabili a tutti gli assi

<sup>1</sup> Quali le Agenzie e i soggetti costituiti per legge ed aventi specifiche deleghe per materia (per esempio ARDIS, Agenzia per il Turismo, etc.).

e le azioni previste dal Programma e di **ammissibilità specifici**, ovvero quei requisiti di eleggibilità delle operazioni strettamente collegati alla strategia, ai contenuti del POR e delle azioni di riferimento. Si tratta di criteri la cui verifica si conclude con un giudizio di **ammissibilità o non ammissibilità**, dove l'ammissibilità rappresenta la condizione necessaria per poter accedere alla successiva fase di valutazione;

2. **criteri di valutazione**, ovvero quegli elementi di valutazione tecnica delle operazioni candidate tali da garantire un contributo diretto ed efficace ai risultati attesi dell'Asse. Si tratta di criteri la cui verifica è effettuata costruendo strumenti di valutazione in grado di consentire un ordinamento delle operazioni;
3. **criteri di priorità**, ovvero quegli elementi che a parità di valutazione tecnica consentono una ulteriore verifica delle operazioni, la cui sussistenza comporta una premialità in termini di punteggio e/o di intensità di contributo aggiuntivo.

### 3. Applicazione dei principi orizzontali

Per quanto concerne l'applicazione dei seguenti principi:

1. principio dello **sviluppo sostenibile**
2. principio di **pari opportunità e non discriminazione**

ciascuna azione dovrà essere implementata garantendo il rispetto di quanto descritto nella Sezione II del POR e l'applicazione delle indicazioni contenute nel Rapporto Ambientale redatto nell'ambito della procedura di VAS.

In particolare, considerando che il PO è orientato ad un principio di crescita sostenibile che caratterizza trasversalmente tutti gli assi, con azioni direttamente dedicate o con il rispetto del principio di sostenibilità per tutte le altre azioni non strettamente connesse a ricadute ambientali evidenti e/o di impatto immediato, dovrà comunque essere assicurato, laddove possibile, il ricorso al GPP (appalti green) della PA, per orientare le scelte verso prodotti e processi compatibili con l'ambiente in coerenza con quanto previsto dal Piano d'azione nazionale per gli Acquisti Verdi ("Piano d'Azione per la sostenibilità dei consumi nel settore della Pubblica Amministrazione - PAN GPP", aggiornato con D.M. 10 aprile 2013 pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 102 del 3 maggio 2013) al cui interno sono previsti i criteri ambientali minimi (CAM) per alcuni settori e dalle Linee guida regionali in materia.

Per quanto concerne il principio delle pari opportunità e non discriminazione, a norma dell'articolo 7 del Reg (UE) 1303/2013, negli avvisi pubblici redatti per la selezione delle operazioni dovrà essere esplicitamente previsto che il destinatario finale si impegna ad adottare tutte le misure necessarie per prevenire qualsiasi discriminazione fondata su sesso, razza o origine etnica, religione o convinzioni personali, disabilità, età o orientamento sessuale. Tale principio assume una valenza ampia, mirando sia al contrasto delle discriminazioni per tutti i cittadini sia a prevenire l'esclusione sociale e ridurre le disparità, attraverso un'azione integrata ed orizzontale rivolta a diversi ambiti. In particolare, nell'implementazione di tutte le azioni che prevedono la realizzazione di infrastrutture e l'acquisizione di beni e/o servizi da parte della PA, dovrà essere garantita l'accessibilità alle persone con disabilità.

#### 4. Pubblicizzazione dei criteri di selezione e trasparenza della selezione

In seguito all'approvazione dei criteri di selezione delle operazioni da parte del Comitato di Sorveglianza, l'Autorità di Gestione si impegna a garantire il rispetto dei principi di pubblicizzazione dei criteri di selezione adottati e di trasparenza in fase di attuazione delle operazioni.

Con riferimento alla pubblicizzazione dei criteri di selezione, l'attuazione del principio sarà garantita tramite la pubblicazione di:

- le procedure di attuazione delle operazioni di volta in volta emanate (Modalità attuative delle azioni/sub azioni, call for proposal o call for project, avvisi, manifestazioni di interesse) contenenti una chiara descrizione dei criteri di selezione adottati;
- il documento di Criteri di selezione approvato dal Comitato di Sorveglianza, sul sito Lazio Europa nella sezione specifica del POR FESR di modo da garantire la più ampia diffusione e raggiungere tutti i potenziali beneficiari.

Il rispetto del principio di trasparenza in fase di selezione delle operazioni verrà garantito attraverso:

- l'adeguata documentazione di tutte le fasi della valutazione delle operazioni anche grazie all'utilizzo del sistema informatico di gestione e controllo del Programma;
- la costituzione di comitati tecnico scientifici, commissioni e nuclei di valutazione delle operazioni che garantiscano competenza ed indipendenza rispetto alle operazioni da valutare;
- l'utilizzo di esplicite procedure di comunicazione degli esiti delle valutazioni ai potenziali beneficiari con indicazione delle motivazioni per l'accettazione o per il rigetto delle domande.

#### Criteri di ammissibilità generali (validi per tutte le Azioni del POR)

1. Correttezza dell'iter amministrativo di presentazione della domanda di sostegno da parte dello SF (rispetto delle modalità e dei tempi)
2. Completezza della domanda di sostegno
3. Rispetto della procedura di attivazione di riferimento e delle regole previste dalla normativa vigente in tema di procedimento amministrativo
4. Eleggibilità del proponente secondo quanto previsto dalla procedura di attivazione (avviso), dalla normativa comunitaria, nazionale e regionale applicabile e dall'ambito di applicazione del FESR
5. Verifica di conformità alle regole nazionali e comunitarie in tema di appalti e di aiuti di stato nonché specifiche dei fondi SIE

ASSE I

Ricerca e Innovazione

Risultato atteso	Azioni/Subazioni	Criteri di ammissibilità specifici	Criteri di valutazione
<p>I.4 Aumento dell'incidenza di specializzazioni innovative in perimetri applicativi ad alta intensità di conoscenza</p> <p><i>componente relativa a SF (Venture capital)</i></p>	<p>I.4.1 Sostegno alla creazione e al consolidamento di start-up innovative ad alta intensità di applicazione di conoscenza e alle iniziative di spin-off della ricerca in ambiti in linea con la S3</p>	<p>Ambito di operatività del progetto nelle filiere individuate dalla Smart Specialization Strategy (S3)</p>	<p><b>Profittabilità potenziale dell'investimento</b> tenuto conto degli elementi forniti nel business plan presentato dai destinatari:</p> <p>competenze tecnico-scientifiche del team, progetto imprenditoriale, business model, mercato, concorrenza, innovatività, economics/financials (variabili economiche, patrimoniali e finanziarie che consentono di stimare sia il valore economico dell'impresa, sia il fabbisogno di capitale necessario sia il piano di copertura finanziario), potenzialità di exit ed altri elementi ritenuti rilevanti dal destinatario (quali, ad esempio, la difendibilità e la sostenibilità nel tempo del vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti esistenti e nuovi, le barriere all'entrata o regolamentari che il settore presenta).</p> <p>Nel caso di imprese esistenti, sarà oggetto di valutazione anche la situazione preesistente (che scaturisce da uno o più bilanci d'esercizio approvati, dall'analisi potrà essere analizzata la situazione storica in termini economico/finanziari e di business).</p> <p><i>Le valutazioni si basano sulle migliori prassi e sulla logica commerciale, sono assunte in buona fede, evitando conflitti di interesse ed applicando la diligenza di un gestore professionale e, ove ricorra il caso, la vigilanza regolamentare.</i></p>

#### Risultati attesi

ID	Indicatore	Unità di misura	Categoria di regioni	Valore di base	Anno di riferimento	Valore obiettivo (2023)	Fonte di dati	Periodicità dell'informativa
I.4 R	Tasso di natalità delle imprese nei settori ad alta intensità di conoscenza (K/A)	%	Regioni più sviluppate	4,97	2013	5,21	Regione Lazio su dati Infocamere	Annuale

## ASSE III

### Competitività

Risultato atteso	Azioni/Subazioni	Criteri di ammissibilità specifici	Criteri di valutazione
3.5 Nascita e Consolidamento delle Micro, Piccole e Medie Imprese	3.5.1 Interventi di supporto alla nascita di nuove imprese sia attraverso incentivi diretti, sia attraverso l'offerta di servizi, sia attraverso interventi di micro-finanza  b) Strumenti per le startup innovative e creative ( <i>Venture capital</i> )	Coerenza con la strategia di sviluppo regionale e con le priorità della Smart Specialization Strategy (S3)	<b>Profitabilità potenziale dell'investimento</b> tenuto conto degli elementi forniti nel business plan presentato dai destinatari:  competenze del team, progetto imprenditoriale, business model, mercato, concorrenza, innovatività, economics/financials (variabili economiche, patrimoniali e finanziarie che consentono di stimare sia il valore economico dell'impresa, sia il fabbisogno di capitale necessario sia il piano di copertura finanziario), potenzialità di exit ed altri elementi ritenuti rilevanti dal destinatario (quali, ad esempio, la difendibilità e la sostenibilità nel tempo del vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti esistenti e nuovi, le barriere all'entrata o regolamentari che il settore presenta).  Nel caso di imprese esistenti, sarà oggetto di valutazione anche la situazione preesistente (che scaturisce da uno o più bilanci d'esercizio approvati, dal/dai quali potrà essere analizzata la situazione storica in termini economico/finanziari e di business).  Le valutazioni si basano sulle migliori prassi e sulla logica commerciale, sono assunte in buona fede, evitando conflitti di interesse ed applicando la diligenza di un gestore professionale e, ove ricorra il caso, la vigilanza regolamentare.

**Risultati attesi**

ID	Indicatore	Unità di misura	Categoria di regioni	Valore di base	Anno di riferimento	Valore obiettivo (2023)	Fonte di dati	Periodicità dell'informativa
3.5 R	Quota Start up innovative per 10.000 imprese attive	%	Regioni più sviluppate	3,8	2013	22,6	Regione Lazio (elab. Dati Unioncamere, Movimprese)	Annuale

Risultato atteso	Azioni/Subazioni	Criteri di ammissibilità specifici	Criteri di valutazione
3.6 Miglioramento dell'accesso al credito, del finanziamento delle imprese e della gestione del rischio in agricoltura	3.6.4 Contributo allo sviluppo del mercato dei fondi di capitale di rischio per lo start-up d'impresa nelle fasi pre-seed, seed, e early stage  Venture Capital		<p><b>Profitabilità potenziale dell'investimento</b> tenuto conto degli elementi forniti nel business plan presentato dai destinatari:</p> <p>competenze del team, progetto imprenditoriale, business model, mercato, concorrenza, innovatività, economics/financials (variabili economiche, patrimoniali e finanziarie che consentono di stimare sia il valore economico dell'impresa, sia il fabbisogno di capitale necessario sia il piano di copertura finanziario), potenzialità di exit ed altri elementi ritenuti rilevanti dal destinatario (quali, ad esempio, la difendibilità e la sostenibilità nel tempo del vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti esistenti e nuovi, le barriere all'entrata o regolamentari che il settore presenta).</p> <p>Nel caso di imprese esistenti, sarà oggetto di valutazione anche la situazione preesistente (che scaturisce da uno o più bilanci d'esercizio approvati, dall'analisi dei quali potrà essere analizzata la situazione storica in termini economico/finanziari e di business).</p> <p>Le valutazioni si basano sulle migliori prassi e sulla logica commerciale, sono assunte in buona fede, evitando conflitti di interesse ed applicando la diligenza di un gestore professionale e, ove ricorra il caso, la vigilanza regolamentare.</p>

#### Risultati attesi

ID	Indicatore	Unità di misura	Categoria di regioni	Valore di base	Anno di riferimento	Valore obiettivo <sup>2</sup> (2023)	Fonte di dati	Periodicità dell'informativa
3.6 R	Valore degli investimenti in capitale di rischio - early stage (in percentuale sul PIL, Istat)	%	Regioni più sviluppate	0,01	2012	0,02	Istat	Annuale

<sup>2</sup> Il valore obiettivo originariamente determinato al 2023, ammontava a 0,009126%, rispetto alla baseline 0,009; il valore inserito in SFC è piuttosto ambizioso (non era possibile l'inserimento dei decimali indicati): il dato relativo al target stimato (0,015%) è stato di conseguenza arrotondato. Pertinenza dimensionale dei valori previsti: la previsione al 2023 (0,015%), leggermente superiore a quella di base (0,009% nel 2012) è stata calcolata analizzando la serie storica del fenomeno che va dal 1999 al 2012. I valori contenuti in questa serie storica sono fortemente variabili con oscillazioni molto consistenti di anno in anno. Per sterilizzare misure che sono eccessivamente diverse dalle altre, si è effettuata un'operazione di perequazione dei dati, sostituendo il dato annuale con la media mobile a tre anni: su questa nuova serie è stato quindi calcolata la tendenza lineare al 2023, ottenendo il dato indicato.