

**SERVIZIO DI VALUTAZIONE INDIPENDENTE
DEL PROGRAMMA OPERATIVO FESR EMILIA-ROMAGNA 2007-2013**

VALUTAZIONE TEMATICA
GLI STRUMENTI DI VENTURE CAPITAL: IL FONDO INGENIUM II

BOZZA

DICEMBRE 2013

Il presente documento è il rapporto valutativo “Gli strumenti di venture capital: il fondo INGENIUM II” predisposto dall’RTI ECOTER Srl – NOMISMA S.p.A. – SIGN S.r.l. in esecuzione del “Contratto per l’affidamento del servizio di Valutazione Indipendente del PO FESR Emilia-Romagna 2007-2013 Obiettivo Competitività Regionale e Occupazione”.

Il Rapporto è stato elaborato da da Concetta Rau con contributi di Raffaele Ricciuti e Antonio Strazzullo. Antonio Strazzullo ha inoltre coordinato le attività e svolto la supervisione tecnica e delle varie fasi della stesura del Rapporto. Raffaele Ricciuti (Comitato Tecnico Scientifico) ha svolto la verifica di qualità.

INDICE

1	INTRODUZIONE.....	9
2	LO STATO DI ATTUAZIONE DELL'ASSE 2 E GLI STRUMENTI REGIONALI A FAVORE DELLE START UP.....	11
3	IL VENTURE CAPITAL E IL FONDO <i>INGENIUM</i> EMILIA-ROMAGNA	13
4	IL FONDO <i>INGENIUM</i> EMILIA-ROMAGNA	21
5	OBIETTIVI DELL'ANALISI E DOMANDE VALUTATIVE	31
6	LA METODOLOGIA ADOTTATA	32
7	LA RISPOSTA ALLE DOMANDE VALUTATIVE.....	34
8	PRIME CONCLUSIONI E RACCOMANDAZIONI.....	43
9	GLOSSARIO.....	46
10	BIBLIOGRAFIA	48
11	LETTURE SUGGERITE.....	49
12	ALLEGATO 1 - LA NOTA METODOLOGICA	51
13	ALLEGATO 2 - LA LISTA DELLE PERSONE INTERVISTATE	52
14	ALLEGATO 3 - I DOCUMENTI ANALIZZATI.....	53

EXECUTIVE SUMMARY

Questo documento ha come obiettivo quello di fornire un *focus* valutativo sul *Fondo Ingenium*, ovvero lo strumento di ingegneria finanziaria che favorisce lo *start up* di imprese innovative, in particolare di quelle che operano nei settori ad alta tecnologia (nate da *spin off* accademici, di ricerca e aziendali) e sostiene lo sviluppo e l'innovazione delle imprese che garantiscano buone marginalità e prospettive di crescita, attraverso investimenti per la crescita e l'implementazione di programmi di sviluppo di imprese già esistenti. Tale strumento è inquadrato all'interno del Programma Operativo Regionale (POR) dell'Emilia Romagna, all'interno dell'Asse II, che ha l'obiettivo specifico di favorire la crescita delle imprese attraverso processi di innovazione.

Il fondo *Ingenium* è stato attivato per la prima volta nell'ambito del Docup obiettivo 2 2000/2006. La prima edizione del fondo era riservata ai territori delle due province di Ferrara e Ravenna ricadenti nelle aree Obiettivo 2 ed è consistita nella partecipazione alla costituzione di un fondo di capitale di rischio (*Fondo Ingenium*), cofinanziato al 70% dalla Regione Emilia - Romagna e al 30% dal soggetto gestore del fondo.

Il fondo fu stato finalizzato a sostenere l'avvio e lo sviluppo di progetti di imprese derivanti da *spin off* accademici e di ricerca, o riferiti comunque ad attività di carattere innovativo, attraverso l'acquisizione di quote di minoranza del capitale sociale di piccole e medie imprese, costituite sotto forma di società di capitali:

- ✓ da non più di 12 mesi per investimenti di *seed financing* (investimento nella fase di sperimentazione dell'idea innovativa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio);
- ✓ da non più di 36 mesi per investimenti di *start-up financing* (investimento finalizzato all'avvio dell'attività, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo).

Nella seconda edizione il fondo, chiamato *Ingenium Emilia-Romagna II* e sostenuto con l'Attività II.1.3 del Por Fesr 2007-2013, ha esteso gli ambiti di intervento in termini di:

- ✓ Operazioni ammesse a finanziamento. L'operatività al sostegno, attraverso operazioni di *expansion financing*, alle strategie di sviluppo e di investimento innovativi delle imprese che garantiscano buone marginalità e prospettive di crescita pur necessitando di una adeguata capitalizzazione; anche se ad oggi le operazioni realizzate sono solo di *seed* e *start-up financing* rimangono le attività principali.
- ✓ Ambito territoriale. Il POR 2007-2013 ammette imprese in tutto il territorio regionale.
- ✓ Settori di interesse. Sia nel POR 2000-2006 che nel POR 2007-2013, il fondo identifica a priori i settori di investimento di interesse, ed in particolare Farmaceutica e biotecnologie, Elettronica ed informatica, Multimediale, Meccanica di precisione, Chimica fine e nuovi materiali, Impiantistica avanzata, Servizi informatici e telematici, Servizi all'impresa di tipo innovativo per la prima edizione e nanotecnologie, nuovi materiali, chimica fine; meccanica di precisione, strumenti di misura e controllo, sensoristica, biomedicale, elettromedicale;

informatica e telematica, tecnologie digitali, audiovisivo; tecnologie per le energie rinnovabili, il risparmio energetico, l'ambiente.

Per quanto riguarda invece le operazioni di *expansion financing*, destinate cioè a supportare la crescita e lo sviluppo di imprese già esistenti, le aziende partecipate devono appartenere ai settori di attività economica elencati nella Sezione C della classificazione ATECO 2007.

- ✓ Dotazione finanziaria. La seconda edizione del fondo ha visto variare sia la dotazione finanziaria del fondo che le quote di partecipazione pubblica e privata: nella prima edizione la dotazione finanziaria era pari a 7 mln di euro, di cui un 68,4% pubblico e un 31,6% privato, mentre nella seconda edizione la dotazione finanziaria complessiva raddoppia e la partecipazione pubblica scende al 50%.

Il fondo è gestito da un soggetto privato, *Zernike Meta Venture*, selezionato attraverso una gara pubblica.

Per quanto riguarda la modalità di intervento, la Regione Emilia Romagna con il fondo *Ingenium* ha optato per l'approccio *c.d pari passu*, cioè con la sottoscrizione di fondi caratterizzati da un trattamento alla pari tra pubblico e privati, investendo risorse finanziarie in una logica di operatore in economia di mercato (non è un aiuto di Stato).

Le imprese finanziate sono sette con il Fondo *Ingenium I* e sei con il Fondo *Ingenium II*, anche se le operazioni sono in misura superiore perché due imprese sono state beneficiarie di più interventi.

L'analisi valutativa sul *Fondo Ingenium* ha affrontato le seguenti domande valutative:

- ☒ Qual è l'efficacia degli strumenti di *venture capital* messi in atto dalla RER attraverso il DOCUP 2000-2006 e il POR 2007-2013?
- Qual è la coerenza con gli obiettivi del POR delle realizzazioni e, ove possibile, dei risultati ottenuti?
- Ž Quali lezioni si possono trarre dalle evidenze di attuazione disponibili, con particolare riguardo al funzionamento del Fondo?

Nell'ambito di tale domanda valutativa, possono essere affrontati i seguenti temi:

- a) Qual è la coerenza delle regole del fondo con gli obiettivi del POR? Verificare punti di forza e di debolezza del meccanismo
- b) Le regole definite offrono garanzie per una gestione del processo da parte del soggetto attuatore funzionale agli obiettivi del POR?

L'approccio metodologico nel fornire le risposte si è distinto in tre fasi:

- Analisi della documentazione e sistematizzazione delle informazioni relative ai progetti oggetto di approfondimento, attraverso i dati forniti della Regione Emilia Romagna;
- Interviste al soggetto gestore del fondo, *Zernike Meta Ventures*, e alle imprese partecipate dal Fondo. L'indagine alle imprese, condotta telefonicamente tra aprile e maggio 2013, ha interessato gli imprenditori coinvolti dal *Fondo Ingenium II*, per verificare la loro percezione di tale strumento e stabilirne punti di forza e debolezza. Per le imprese oggetto di intervento

del Fondo *Ingenium I* ci si è avvalsi dei risultati delle interviste svolte nell'ambito della valutazione del Piano Triennale delle Attività Produttive;

- Confronto con i referenti regionali del *Fondo Ingenium* e con testimoni privilegiati esperti di *venture capital*.

Il lavoro di valutazione è giunto ad alcune prime conclusioni chiave, delineando ambiti di forza e debolezza e suggerendo possibili miglioramenti per il futuro:

1. Gli strumenti di *venture capital* sono importanti in una fase difficile come quella attuale, nella quale la carenza di risorse finanziarie limita fortemente la capacità di innovazione. Le attività finanziate con il *Fondo Ingenium* sono attività che non sarebbero riuscite a reperire il capitale nei modi tradizionali e che, quindi, non sarebbero decollate in assenza di uno strumento di ingegneria finanziaria.

Inoltre l'apprezzamento dello strumento non viene legato semplicemente all'apporto delle risorse finanziarie ma anche al "*tipo di socio*" che non ha come primo obiettivo la speculazione, ma la crescita dell'azienda ed è anche ritenuto positivo l'apporto di competenze aziendali, in particolare nelle imprese nate da *spin off* della ricerca.

Da questo punto di vista si può affermare che lo strumento è stato efficace perché ha indotto attività aggiuntive, cioè non ha finanziato attività che le imprese avrebbero realizzato comunque.

2. Le caratteristiche innovative dei progetti finanziati sono evidenti; si tratta di prodotti/servizi nuovi rispetto agli esistenti sul mercato o sostanzialmente modificati: in quattro casi sono *spin off* di progetti di ricerca dell'Università e gli altri tre casi sono imprese dell'ICT che propongono soluzioni innovative in vari campi.
3. Se l'innovazione dei progetti sostenuti è evidente in tutti i casi considerati, a mancare è talvolta il legame col territorio, soprattutto nel caso di imprese biofarmaceutiche e dell'ICT che realizzano attività "immateriali". Per contro, nel portafoglio di *Ingenium* ci sono altre realtà come ad esempio *Angiodroid*, che opera nel bio medicale, che si caratterizza per uno stretto legame con il territorio; infatti, essendo un progetto che coinvolge un'intera filiera regionale, che parte dalla ricerca fino alla realizzazione del manufatto, valorizza il *know how* presente nel territorio emiliano romagnolo e punta su questo come vantaggio competitivo dell'intero progetto.

Ne consegue che non sempre le operazioni finanziate sono coerenti con gli obiettivi del POR e che l'impatto sul territorio deve essere maggiormente considerato nei criteri fissati per la scelta della tipologia di operazioni da finanziare.

4. Rispetto alla domanda valutativa relativa a “quali lezioni si possono trarre dalle evidenze di attuazione disponibili, con particolare riguardo al funzionamento del Fondo”, attraverso le interviste e l’analisi delle esperienze regionali sono emersi alcuni ambiti di miglioramento:
- Il primo è relativo al meccanismo di funzionamento del fondo. In particolare è emersa la difficoltà nell’individuare sul mercato la quota di capitale privato necessaria, prevista dai meccanismi del *Fondo Ingenium*. Ciò è dovuto al fatto che se un privato conferisce una quota di capitale, essendo la gestione del fondo in mano a un soggetto unico, esso non ha poi il controllo diretto sul capitale investito, né partecipa alla gestione. Questo aspetto può aver influito nelle percentuali di utilizzo del fondo; rispetto allo stanziamento di 7 Milioni di euro del Fondo FESR di Ingenium II, le operazioni realizzate evidenziano un utilizzo inferiore al 50% rispetto alla dotazione nel fondo, pari a 3,330 milioni di euro. Esperienze di strumenti attivati attraverso meccanismi differenti, come ad esempio quello della Regione Lazio e della Regione Basilicata, possono rendere lo strumento più incisivo. La modalità attuativa potrebbe prevedere alternativamente:
 - l’assegnazione delle risorse della Pubblica Amministrazione in co-gestione con altri soggetti (selezionati) con il vincolo della raccolta delle risorse equivalenti sul mercato privato per finanziare iniziative che rispondano a regole pre-definite fissate dal soggetto pubblico, in modo da essere coerenti con la strategia regionale e con gli obiettivi prefissati. I modelli possono essere differenti: può essere il soggetto pubblico (es. agenzie di sviluppo) che valuta le iniziative e poi le sottopone ai *ventures specializzati* o anche ai *Business Angels*, oppure un meccanismo misto dove l’iniziativa viene presentata dai privati e se il soggetto pubblico valuta la coerenza dell’iniziativa con le politiche regionali cofinanzia l’iniziativa;
 - la Pubblica Amministrazione finanzia con risorse equivalenti tutti i progetti valutati dal *venture capitalist* privato che ne fa richiesta e che siano in linea con la programmazione regionale.

Tale meccanismo attivando *venture capitalist* specializzati potrebbe essere maggiormente efficace:

- nell’individuazione delle operazioni da finanziare e anche nel supporto allo sviluppo del business;
- nel svolgere l’importante attività di consulenza alle imprese sui diversi aspetti manageriali, operativi e gestionali.
- Un altro ambito di miglioramento emerso è relativo alla sinergia con altri strumenti regionali. In particolare il *venture capital* deve essere inserito all’interno di una strategia organica mirata alla crescita della competitività delle imprese, favorendo un maggiore dialogo tra le imprese e il territorio e con un’offerta pubblica che deve essere in grado di seguire i bisogni delle imprese (ricerca, risorse umane e formazione, credito, ecc.). Con questo non si vuole suggerire di limitarlo a pochi settori o ad una specifica fase dell’impresa, ma che gli sforzi vengano concentrati su alcuni settori specifici, quelli strategici per il sistema regionale e in quelli con maggiori margini di sviluppo e impatto sul territorio.

Ovviamente la presenza di regole più vincolanti, che favoriscano le imprese e i progetti che abbiano, almeno come presupposto, l’innovazione e la crescita del sistema produttivo regionale, può

presupporre anche trattamenti di favore per il capitale privato, mentre in *Ingenium I*, che in *Ingenium II*, la Regione investe risorse finanziarie in una logica di operatore in economia di mercato.

Alla luce delle analisi svolte e delle conclusioni raggiunte, la Regione Emilia Romagna potrebbe quindi proseguire la strada di supporto alle PMI innovative e potenzialmente a forte crescita per migliorare l'accesso ai finanziamenti, rafforzando lo strumento di venture capital in una logica di maggiori ricadute di innovazione nel territorio emiliano romagnolo e più in generale migliorando lo strumento negli ambiti che in questa analisi sono emersi come problematici e/o migliorabili.

Sotto questo profilo un'opportunità può essere offerta dalle nuove regole comunitarie di imminente approvazione. Sia il nuovo regolamento generale di esenzione per categoria della Commissione Europea, che contiene alcuni articoli specificatamente dedicati al capitale di rischio, sia i nuovi orientamenti dell'Unione europea sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio, sottolineano come le misure di sostegno pubblico e, in alcune circostanze limitate, la concessione di aiuti di Stato, se correttamente mirati possono costituire un mezzo efficace per ovviare ai fallimenti del mercato del capitale di rischio e mobilitare capitale privato, propongono rispetto alle attuali regole una maggiore flessibilità nella definizione delle imprese e delle forme di finanziamento ammissibile e mira a rendere i loro quadri normativi più semplici, flessibili ed efficaci.

In conclusione va ricordato che il presente rapporto è un *focus* del processo di valutazione su uno degli strumenti a supporto dell'innovazione; saremo quindi in grado di completare il quadro delle raccomandazione quando sarà ultimata l'analisi valutativa sull'insieme degli interventi delle attività dell'Asse e sulla capacità delle attività complessive dell'asse di raggiungere gli obiettivi predefiniti.

1 INTRODUZIONE

Il presente lavoro ha come obiettivo la realizzazione di un focus valutativo incentrato sul *Fondo Ingenium II*, costituito nell'ambito dell'Asse 2 del Programma Operativo Regionale (POR) della Regione Emilia Romagna co-finanziato dal Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR) nel periodo di programmazione 2007-2013. Esso opera attraverso l'acquisizione di quote di minoranza del capitale sociale di piccole e medie imprese, costituite sotto forma di società di capitali, si tratta, quindi, di un cosiddetto fondo di "capitale di rischio" o "*venture capital*", ovvero, uno strumento comunemente definito di "ingegneria finanziaria". *Ingenium II*, successore di uno strumento analogo attuato nel precedente periodo di programmazione, attraverso investimenti per l'implementazione di programmi di sviluppo, da un lato favorisce lo *start up* di imprese innovative, in particolare di quelle che operano nei settori ad alta tecnologia (nate da sia da *spin off* accademici o di ricerca, sia da altre aziende) e dall'altro sostiene lo sviluppo e l'innovazione di imprese esistenti che garantiscano rilevanti prospettive di crescita. Pertanto *Ingenium* si colloca tra gli strumenti per il perseguimento dell'obiettivo di aumentare il tasso di innovazione delle imprese del sistema economico regionale, che è uno degli obiettivi centrali del POR, nella consapevolezza che sempre di più la crescita e lo sviluppo regionale si attivano promuovendo l'innovazione nelle piccole e medie imprese.

La creazione di uno strumento di *venture capital* a larga partecipazione pubblica è una delle leve cui le politiche regionali hanno fatto ricorso per facilitare l'accesso al credito per tali imprese, che proprio in ragione del maggior rischio costituito da imprese e attività innovative incontrano. Ciò va nella direzione di colmare la scarsa disponibilità di capitale di rischio privato nel mercato regionale.

Come ovvio, interventi quali quelli di *venture capitalism* hanno una prospettiva temporale di sviluppo e maturazione non breve, pertanto, allo stadio di avanzamento dei progetti di impresa finanziati partecipati da *Ingenium* non è possibile condurre una significativa analisi non solo degli impatti ma anche dei risultati degli interventi stessi.

Tuttavia, *Ingenium II*, costituito con il co-finanziamento del Fondo Europeo di Sviluppo Regionale ne ha assunto, oltre all'opportunità finanziaria, i vincoli e i requisiti operativi, suggerendo all'attenzione dell'Autorità di Gestione del POR FESR l'esigenza di approfondire la conoscenza su come i meccanismi di *Ingenium* abbiano funzionato, quali output abbiano prodotto e se, soprattutto alla luce del processo di programmazione per il periodo 2014-2020 in corso di avviamento, sia possibile trarre degli insegnamenti per migliorare l'efficacia dello strumento. Alcune ulteriori considerazioni sul Fondo *Ingenium* quale strumento a sostegno dello *start up* di impresa e delle imprese innovative, saranno comunque svolte in un rapporto separato previsto per l'estate del 2014 che raccoglierà ed espanderà le valutazioni specifiche effettuate nel corso del programma sul tema dell'Innovazione.

La struttura del rapporto è la seguente. Il capitolo 2 introduce gli obiettivi, il quadro delle azioni e lo stato di realizzazione dell'Asse II del POR "Sviluppo innovativo delle imprese", nel cui ambito è collocata la creazione del *Fondo Ingenium II*. Il capitolo 3 fornisce una introduzione al *venture capital*, descrivendone gli elementi caratterizzanti, i principali modelli, alcuni esempi di modelli alternativi attuati in Italia anche in ambito Fondi Strutturali, e una comparazione dei dati sul capitale di rischio in Italia con quelli internazionali. Quindi, il capitolo 4 descrive in dettaglio il *Fondo Ingenium*

II e il suo predecessore costituito attraverso il programma operativo DOCUP 2000-2006, ancora co-finanziato dal FESR. Il capitolo 5 definisce gli obiettivi dell'analisi e presenta le domande valutative mentre il capitolo 6 descrive la metodologia adottata nell'analisi. Nel capitolo 7 sono descritti i risultati dell'analisi svolta, ovvero, le risposte alle domande valutative. Il capitolo 8 presenta le prime conclusioni e alcune raccomandazioni. Il rapporto, infine, è integrato da un glossario e da una bibliografia integrata con suggerimenti di lettura sul tema.

2 LO STATO DI ATTUAZIONE DELL'ASSE 2 E GLI STRUMENTI REGIONALI A FAVORE DELLE START UP

L'obiettivo specifico e gli obiettivi operativi, nonché le attività previste nell'Asse II sono presentate nella seguente tavola:

Obiettivo specifico	Obiettivi operativi	Attività – Asse II
Favorire la crescita delle imprese attraverso processi di innovazione	Sostenere il potenziamento e la crescita delle imprese attraverso l'introduzione di ICT e di modalità e strumenti innovativi di gestione organizzativa e finanziaria <i>Mantenere il livello di competitività del sistema economico delle aree colpite dal sisma, sostenendo la ripresa e lo sviluppo delle imprese che operano nell'area¹</i>	II.1.1. Sostegno a progetti di introduzione di ICT nelle PMI; II.1.2. Supporto a progetti e servizi per la creazione di reti di imprese per l'innovazione tecnologica e organizzativa; II. 1.3 Promozione e sostegno all'utilizzo di strumenti innovativi di gestione finanziaria nelle PMI; II. 1.4 Sostegno agli investimenti produttivi delle imprese nell'area colpita dal sisma. ²

Per perseguire tali obiettivi, il concetto di innovazione a cui è stato fatto riferimento nell'Asse II del POR FESR è molto esteso: dal miglioramento dell'efficienza organizzativa delle imprese, ai processi produttivi, ai nuovi prodotti e/o di erogazione di servizi finalizzati ad aumentare la competitività delle imprese, alla promozione e sostegno all'utilizzo di strumenti innovativi di gestione finanziaria nelle PMI.

Le risorse complessive destinate all'Asse II ammontano a circa **70 milioni di euro**, pari al 20% del totale del POR³.

Per quanto riguarda i finanziamenti alle imprese, sono stati promossi diversi bandi e strumenti.

Il bando a valere sulle attività II.1.1 e II.1.2 **“Sostegno a progetti di introduzione di ICT nelle PMI e sostegno a progetti per la creazione di reti di imprese, per l'innovazione tecnologica e organizzativa nelle PMI”**, scaduto nel 2008, che ha finanziato 413 progetti e 572 imprese (le imprese sono più numerose dei progetti in quanto il bando prevedeva la partecipazione di Associazioni

¹ Integrazione approvata con Decisione C(2012) 5560 dell'1 agosto 2012. In seguito all'evento sismico del maggio del 2012 il POR FESR è stato modificato attraverso l'introduzione di alcuni obiettivi operativi all'interno degli Assi prioritari 1, 2 e 3. Le azioni ad essi collegati, la cui attenzione è ancora in corso, non costituiscono oggetto della analisi del presente rapporto.

² Si veda nota precedente.

³ Piano finanziario - POR FESR approvato con C (2012) 5560 del 1 Agosto 2012.

Temporanee di Imprese e di Consorzi di piccole imprese), per un totale di contributo concesso pari a oltre 22 milioni di euro.

Il secondo bando, "**Sostegno a progetti e servizi per la creazione di reti di imprese, per l'innovazione tecnologica e organizzativa nelle PMI**" (attività II. 1.2.), scaduto il 1 Agosto 2011, ha finanziato 399 imprese micro, piccole e medie (112 micro, 150 piccole, 137 medie) per un totale di contributo concesso pari a oltre **29 milioni di euro**, di cui 22,8 milioni di euro a valere sui fondi POR e 6,5 milioni di euro su fondi aggiuntivi regionali.

Relativamente all'Attività II.1.3 è stato finanziato il fondo di capitale di rischio **Ingenium Emilia-Romagna II**, che è oggetto di questa valutazione e che verrà descritto nel dettaglio nel paragrafo 3.2, dotato di un plafond di 14 milioni di euro, di cui 7 milioni di euro conferiti dalla Regione Emilia Romagna, tramite il POR FESR, e 7 milioni di euro dal soggetto gestore Zernike Meta Ventures S.p.A. (società finanziaria specializzata nella finanza per l'innovazione e la creazione di nuove imprese). Il fondo favorisce lo *start up* di imprese innovative e sostiene le strategie di sviluppo e di investimento di imprese già esistenti nella direzione dell'innovazione e di investimenti per la crescita e per l'implementazione di programmi di sviluppo.

Un altro strumento che è stato rivolto allo **Start up di impresa** è il bando "Sostegno a progetti e servizi per la creazione di reti di imprese, per l'innovazione tecnologica e organizzativa nelle PMI" - Attività II.1.2. Con tale attività, la Regione Emilia Romagna ha sostenuto la creazione di nuove imprese con particolare attenzione a quelle realtà con caratteristiche innovative e che potevano concorrere a creare nuova occupazione. Il bando, che è stato sospeso dal 1 gennaio 2012 a causa dell'esaurimento delle risorse allocate, ha finanziato 120 progetti, per un contributo concesso di 10,8 milioni di euro.

I progetti di sostegno allo **Start-up di imprese innovative** sono stati promossi anche **nell'Asse I, Attività I.2.1 "Sostegno allo start up di nuove imprese innovative"**, destinato alle piccole e microimprese, nate da un progetto di ricerca sostenuto da università, enti di ricerca, laboratori e centri della Rete alta tecnologia dell'Emilia-Romagna (*spin off*), oppure imprese operanti nel settore dell'alta tecnologia. Il bando è stato chiuso il 22 giugno 2010 e sono stati finanziati 26 progetti, con un contributo concesso pari a 2 milioni di euro (precisamente €2.081.470,54).

3 IL VENTURE CAPITAL E IL FONDO *INGENIUM* EMILIA-ROMAGNA

Negli ultimi anni lo strumento del *venture capital* sta assumendo sempre maggiore rilevanza.

Con *venture capital* si intende l'apporto di capitale di rischio da parte di operatori specializzati all'interno di aziende dalle forti potenzialità di sviluppo, in quanto innovative in termini di servizio o prodotto offerto, tecnologie impiegate o concezioni di mercato. Gli investimenti sono sempre di medio-lungo periodo, implicano non solo un apporto di capitale ma anche un supporto in termini di know-how e assistenza tecnica nell'espansione dell'attività. La finalità rimane quella di liquidare la propria partecipazione nel momento in cui l'azienda partecipata raggiungere un cospicuo livello di redditività, in modo da realizzare una plusvalenza sull'investimento iniziale.

Spesso le operazioni di *venture capital* vengono fatte attraverso fondi creati appositamente. I fondi di *venture capital* sono strumenti finanziari, tipicamente fondi chiusi di durata limitata, che erogano finanziamenti tramite equity anche a piccole imprese, nelle fasi iniziali del proprio sviluppo societario. Nell'Unione Europea, i finanziamenti con *venture capital* offrono potenzialità elevate, ma sono ancora largamente sottoutilizzati per lo sviluppo delle piccole e medie imprese (PMI).⁴

Nel caso di strumenti regionali, il fondo di *venture capital* prevede una compartecipazione pubblico/privata, secondo le misure di partecipazione compatibili con la Comunicazione (2006/C194/02) stabilite dagli "Orientamenti comunitari sugli aiuti di stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese".

Il *Venture Capital* misto pubblico/privato può avere differenti schemi; in particolare le principali esperienze internazionali hanno identificato tre principali approcci:

1. Sottoscrizione di fondi caratterizzati da un trattamento alla pari tra pubblico e privati (*c.d. pari passu*);
2. maggior impegno da parte del pubblico, che si assume una quota più elevata del costo del fallimento del progetto finanziato (*c.d. down-side protection scheme*);
3. in caso di perdita pubblico e privato vanno a sopportare nelle medesime proporzioni il "danno", mentre in caso di un ritorno degli investimenti, la remunerazione del privato avviene dopo il recupero dell'investimento da parte del soggetto pubblico (*c.d. up-side leverage scheme*).

Oggi sono molte le Regioni che hanno un proprio strumento finanziario basato sulla partecipazione al capitale di rischio, anche se con modelli di *governance* differenti: nel caso dell'Emilia Romagna e della Sardegna il fondo è gestito dallo stesso soggetto privato, Zernike Meta Venture, e il fondo della Regione Sicilia è gestito da CAPE Sgr; in altri casi la gestione è affidata alle finanziarie regionali (es. Sviluppo Basilicata per la Regione Basilicata, Filas per il Lazio, Veneto Sviluppo), infine in alcune Regioni lo strumento è affidato alle società regionali insieme a società di gestione del risparmio. Il box

⁴ Documento di Lavoro dei Servizi della Commissione "Sintesi della Valutazione d'Impatto" che accompagna il documento "Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai Fondi europei di *venture capital*" COM (2011) 860 definitivo; SEC (2011) 1515 definitivo.

seguente riporta alcune principali esperienze regionali di fondi di venture capital co-finanziate con il POR-FESR.

Box Alcuni Fondi di Venture Capital cofinanziati con risorse comunitarie

Regione Sardegna

Governance: Fondo di venture capital (VC) "Ingenium Sardegna" gestito da ZernikeMETA Ventures, holding a capitale misto dell'olandese-australiana "Zernike Group BV" e dell'italiana META Group S.r.l.).

Importo: euro 34 milioni (50% da Regione Autonoma di Sardegna).

Tipo di intervento: La partecipazione al capitale sociale viene assunta in imprese innovative che necessitino di un sostegno finanziario per lo studio del progetto iniziale (seed capital) e/o per lo sviluppo del prodotto e la commercializzazione iniziale (start up capital) e/o per la crescita e l'espansione societaria (expansion capital) allo scopo di aumentare la capacità produttiva attraverso la realizzazione di un programma di innovazione tecnologica.

Possono beneficiare dell'intervento del fondo le piccole e medie imprese industriali, incluse le aziende cooperative, purchè non appartenenti al settore siderurgico, all'industria carboniera, al settore delle costruzioni navali, delle fibre sintetiche, dell'acciaio e nell'industria automobilistica. Sono altresì escluse le imprese operanti nel settore dei trasporti, nel settore della produzione, trasformazione e commercializzazione dei prodotti agricoli.

La partecipazione del Fondo al capitale sociale di ciascuna impresa è minoritaria, non superiore al 49% del capitale sociale, per un importo massimo di 1.500.000 Euro per impresa destinataria su un arco di dodici mesi e per un massimo di 4 annualità (tranche d'investimento successive nella stessa impresa sono possibili), e temporanea, ovvero dovrà essere smobilizzata al massimo dopo sette anni dalla data della relativa assunzione. L'intervento del fondo si perfeziona esclusivamente attraverso la sottoscrizione di quote o azioni di nuova emissione.

Il soggetto gestore intende partecipare al capitale sociale dell'impresa target attraverso la sottoscrizione di quote di nuova emissione susseguente ad un aumento di capitale ad esso dedicato. Attraverso tale aumento di capitale il soggetto gestore può iniettare nell'impresa risorse significative (sino ad un massimo di 1,5 milioni di euro per impresa nell'arco temporale di 12 mesi) sino ad un massimo di 6 milioni in totale, da utilizzare per il raggiungimento degli obiettivi fissati nel business plan: tale modalità operativa consente al gestore di investire risorse cospicue anche in imprese poco capitalizzate come sono normalmente le imprese innovative attraverso un adeguata valorizzazione del capitale intellettuale di cui essa dispone.

Preliminare alla sottoscrizione delle quote è, evidentemente, la determinazione del valore dell'impresa e delle quote da sottoscrivere. Tale attività presuppone pertanto l'attribuzione di un prezzo per quota/azione (da negoziare con il proponente) al fine di raggiungere un valore condiviso.

Stante la natura delle operazioni del fondo e della tipologia dei destinatari degli interventi, formerà oggetto di valutazione anche il capitale intellettuale di cui l'impresa o la quasi impresa dispone ovvero risorse umane, brevetti e know how. Insieme alla negoziazione del valore di sottoscrizione delle quote è definita e negoziata la struttura dell'operazione d'investimento.

La struttura dell'operazione stabilisce, tra l'altro:

- La misura e la percentuale della partecipazione da acquisire,
- Il prezzo e le modalità di pagamento
- La governance (patti parasociali)
- L'exit (tempi e modi) nel rispetto della durata del fondo che fissa nel 31 dicembre 2013 il limite ultimo per effettuare gli investimenti

I patti parasociali, oltre che gli aspetti di "corporate governance" e le linee guida della gestione, disciplineranno gli obblighi ed i comportamenti che i soci stabiliscono di osservare anche in funzione della dismissione della partecipazione (way out) prevista di comune accordo con l'investitore. La cessione della partecipazione da parte dell'investitore potrà avvenire attraverso :

- La cessione al socio di maggioranza o al management
- La cessione mediante trattativa privata (*trade sale*) a nuovi soci industriali o finanziari
- La quotazione in Borsa (*Initial Public Offering*)

Tuttavia, a prescindere dal tipo di uscita prescelta, il soggetto gestore s'impegna a cedere la sua partecipazione ad un prezzo di mercato.

I Patti parasociali, potranno anche prevedere anche accordi di coinvolgimento del management al successo dell'operazione di investimento prevedendo dei sistemi di incentivazione (es: stock options, stock grants).

Le modalità d'investimento saranno comunque basate:

- Sulla progressività dell'investimento ovvero su un investimento ripartito in più fasi collegate al raggiungimento di obiettivi definiti in fase iniziale
- Sulla possibilità di partecipare l'impresa per un periodo di tempo adeguato ovvero poter partecipare ad un secondo round.
- Sulla ricerca di possibili coinvestitori.

Provincia di Catania

Governance: Fondo di venture capital (VC) "Ingenium Catania" gestito da ZernikeMETA Ventures.

Tipo di intervento: Il fondo, che intende favorire lo start up di imprese innovative, in particolare di quelle che operano nei settori ad alta tecnologia, investe esclusivamente in imprese che necessitino di un sostegno finanziario per lo studio del progetto iniziale (**pre-seed financing**) e/o per lo sviluppo del prodotto (**seed financing**) allo scopo di sostenere la realizzazione di un programma di innovazione tecnologica in imprese, che abbiano al massimo, 36 mesi di vita. Sono ammissibili esclusivamente le piccole e medie imprese, con localizzazione produttiva nella Provincia di Catania.

Le condizioni di intervento sono le medesime che si applicano al fondo Ingenium Sardegna.

Regione Veneto

Governance: Fondo di venture capital (VC) gestito da Veneto Finanziaria S.p.A., partecipata al 51% dalla Regione del Veneto e per il restante 49% da undici società con la presenza di otto gruppi bancari nazionali.

Importo: euro 35 milioni (15 milioni dal Programma Operativo Regionale 2007-13, 20 milioni dal Gestore).

Tipo di intervento: lo strumento interviene per favorire la nascita di nuove imprese e sostenere le PMI già esistenti impegnate in processi innovativi (**start-up e expansion capital**). Veneto Sviluppo partecipa a questa iniziativa anche in via diretta, cioè con l'utilizzo di proprie risorse. Il fondo è inserito nel Programma Operativo Regionale 2007-2013 del FESR, nell'asse 1, linea di intervento 1.2 "Ingegneria finanziaria".

La partecipazione del Fondo al capitale è minoritaria, non inferiore al 15% (quindici per cento) e non superiore al 45% (quarantacinque per cento) del capitale sociale della società partecipata. Le tranche di investimento non supereranno euro 1.500.000,00 (unmilionequinquecentomila/00) per ciascuna impresa destinataria su un periodo di 12 (dodici) mesi. L'intervento del Fondo può essere suddiviso in più tranche.

Le assunzioni di partecipazioni da parte del Fondo possono avvenire esclusivamente in occasione di un aumento di capitale del Beneficiario, attraverso la sottoscrizione di nuove quote o azioni e mediante versamento di denaro liquido, anche comprendente un eventuale sovrapprezzo eccedente il valore nominale delle partecipazioni.

In corrispondenza della cessione di ciascuna partecipazione (disinvestimento), si procederà alla determinazione dell'utile o della perdita, calcolato secondo il seguente schema:

- a) qualora l'ammontare risultante dalla completa dismissione dell'investimento, al netto di tutti i costi ad essa connessi, sia uguale o inferiore all'importo risultante dalla capitalizzazione composta dell'ammontare pro-quota dell'investimento iniziale, al netto delle successive uscite di cassa (ulteriori

investimenti) ed entrate di cassa (eventuali disinvestimenti intermedi e dividendi distribuiti durante il periodo di investimento), calcolata applicando un tasso pari alla media semestrale dell'Euribor 6 mesi per il periodo antecedente, rilevato il 30 giugno o il 31 dicembre di ciascun anno, e tenendo conto delle effettive date delle uscite e delle entrate, l'importo derivante dal disinvestimento della partecipazione verrà interamente riconosciuto proquota alla Regione e al Soggetto Gestore non verrà corrisposto alcun "success fee";

- b) qualora tale ammontare sia invece superiore all'importo risultante dalla capitalizzazione di cui sopra, la parte eccedente tale importo, di competenza della Regione, spetterà nella misura del 95% (novantacinque per cento) a ciascuno di essi per la propria quota, e nella misura del 5% (cinque per cento) al Gestore del Fondo, nei limiti indicati nell'articolo 16.

Il contratto di investimento regolerà le modalità di suddivisione dei dividendi o utili distribuiti.

Regione Basilicata

Governance: Fondo di venture capital (VC) gestito da Sviluppo Basilicata S.p.A., società in-house della Regione Basilicata, unico azionista.

Importo: euro 8 milioni.

Tipo di intervento: Partecipazione a capitale di rischio o prestito partecipativo nelle fasi di **seed capital** (studio della validità tecnica e fattibilità progettuale), **start up capital** (avvio di attività imprenditoriale) o **expansion capital** (sviluppo di un'impresa e aumento del capitale sociale). Il fondo non è destinato a società per azioni.

Le assunzioni di partecipazioni da parte di Sviluppo Basilicata e dei coinvestitori esterni saranno temporanee (max 7 anni) e minoritarie ovvero nella misura massima del 49% del capitale sociale delle imprese beneficiarie. I prestiti partecipativi hanno una durata massima di 7 anni, compresi 2 di preammortamento e la loro remunerazione (interessi) sarà collegata alla redditività dell'impresa.

Il rapporto di partecipazione sarà regolato da appositi patti parasociali che saranno stipulati tra il Soggetto Gestore del Fondo, i soci della PMI e il coinvestitore che disciplineranno i tempi e modalità di ingresso nella compagine sociale, obblighi a carico dei soci e della società, le modifiche statutarie, i vincoli alle modifiche della compagine sociale, il monitoraggio della partecipazione, la designazione di rappresentanti del Fondo/coinvestitore negli organi sociali e di controllo della impresa partecipata, la definizione delle modalità di disinvestimento e la determinazione del prezzo di smobilizzo della partecipazione.

Il prestito partecipativo è regolato da apposito contratto di finanziamento; la remunerazione annua del prestito partecipativo, a carico dei beneficiari dell'intervento, è costituita da una quota fissa e una variabile determinata in una % di un margine del conto economico aziendale.

Regione Liguria

Governance: Fondo di venture capital (VC) gestito da LigorCapital S.p.A., soci: 98,70%, F.I.L.S.E. S.p.A. (società in-house a Regione Liguria); 1,264% Camera di Commercio Genova; 0,036%, Camera di Commercio Imperia.

Importo: euro 20 milioni.

Tipo di intervento: Partecipazione del Fondo in **start up capital** ed **expansion capital**.

Il singolo apporto del Fondo, unitamente a quello dei co-investitori e nelle medesime proporzioni, dovrà rispettare i seguenti limiti:

- la partecipazione diretta acquisita non potrà superare il 49,9% del capitale sociale dell'impresa richiedente;
- l'acquisizione della partecipazione diretta e gli altri strumenti finanziari devono incrementare i mezzi finanziari dell'impresa richiedente;
- l'importo complessivo dell'intervento (equity, quasi-equity e debito) per ogni singola impresa non potrà essere superiore ad €1,5 milioni su un periodo di 12 mesi;
- il tempo massimo dell'intervento, a prescindere dallo strumento utilizzato, non potrà essere superiore a 5 anni, potendo prevedere un eventuale "grace period".

La soglia minima di investimento del Fondo è fissata in €100.000,00 per ciascuna PMI.

Il Fondo opererà esclusivamente attraverso il co-investimento in misura paritetica di terzi investitori privati indipendenti, per i quali sarà richiesta la preventiva iscrizione in un apposito elenco per la realizzazione dell'operazione di co-investimento con il FONDO.

Regione Lazio

Governance: Fondo di venture capital (VC) gestito da FI.LA.S S.p.A., società in-house a Regione Lazio

Importo: euro 20 milioni.

Tipo di intervento: Interviene nelle fasi di **seed, start up e expansion capital**. Gli interventi ammessi sono: equity, ovvero la sottoscrizione di partecipazioni (quote/azioni) in aumento di capitale sociale; quasi equity (sottoscrizione di prestiti obbligazionari convertibili/partecipativi o similari di nuova emissione). Il fondo è finalizzato a stimolare una partnership pubblico privato negli investimenti di Venture ed Expansion Capital nelle PMI innovative del Lazio. La partecipazione pubblica può arrivare fino ad un massimo del 49,9% del capitale sociale e per massimo 5 anni.

E' inserito nel POR FESR 2007-2013, Asse I "Ricerca, innovazione e rafforzamento della base produttiva" - Attività 3 "Sviluppo dell'impresa innovativa, patrimonializzazione e crescita dimensionale delle PMI".

Per quanto riguarda la *governance* delle imprese partecipate, la partecipazione dei Fondi alla vita dell'impresa è regolata in formali accordi di investimento con i soci. Tali accordi, finalizzati a tutelare sia l'impresa sia i fondi pubblici investiti, regolano aspetti quali, a titolo esemplificativo: le variazioni di compagine sociale, le decisioni assembleari su argomenti di particolare rilievo, le modalità di *reporting* sull'andamento gestionale, il perseguimento del piano presentato o le decisioni sulle sue variazioni, l'eventuale partecipazione agli organi societari, le modalità di disinvestimento.

Il disinvestimento delle partecipazioni dei fondi è concordato con l'impresa destinataria prima dell'erogazione dell'intervento. I Fondi ricercheranno le modalità di uscita che, preservando la continuità e le prospettive di sviluppo dell'impresa, massimizzano il rendimento dell'investimento in un'ottica di mercato. Le possibili modalità, che vengono poi formalizzate negli accordi di investimento, possono prevedere una o più delle seguenti fattispecie: cessione ad altri Investitori Istituzionali; vendita attraverso un'offerta pubblica, compresa la quotazione in mercati regolamentati (IPO); trade sale, ovvero cessione delle quote a soggetti terzi soggetti industriali o privati; cessione delle quote ai soci; write - off, parziale o totale, in caso di non recuperabilità dell'investimento.

Provincia autonoma di Trento

Governance: Fondo di venture capital (VC) gestito da Trentino Sviluppo S.p.A., società in-house a Provincia autonoma di Trento, unico azionista.

Importo: euro 4.450.000 (30% a carico dell'Unione europea, 30% a carico della Provincia, 40% dello Stato).

Tipo di intervento: Sostegno all'imprenditoria giovanile nella fase di **seed capital**. E' inserito nel POR FESR 2007-2013 nell'Asse 3 "Nuova Imprenditorialità", nel quale sono ricomprese le linee di intervento volte a sostenere la creazione di imprese e di spin-off imprenditoriali, a fornire servizi alle imprese nel passaggio generazionale e, ancora, ad intervenire a supporto e a consolidamento delle reti di imprese. Sono interessate imprese nelle aree: welfare, benessere, cultura, educazione, servizi al turismo, comunicazione, green economy.

Di recente la Giunta provinciale, varando i nuovi "Indirizzi per gli interventi effettuati tramite Trentino Sviluppo", ha introdotto significative novità in tema di partecipazione al capitale d'impresa. Accanto alle

partecipazioni «dirette», cioè assunte da Trentino Sviluppo con risorse interamente pubbliche, sono previste ulteriori modalità che vanno nella direzione di un coinvolgimento degli investitori privati. Elemento che, oltre ad assicurare un effetto moltiplicativo alla spesa pubblica, costituisce un forte segnale di collaborazione per il sostegno di iniziative con prospettive di redditività e di ritorno economico dell'investimento.

Regione Umbria

Governance: Fondo di venture capital (VC) gestito da Umbria Innovazione S.c.ar.l., consorzio la cui compagine sociale è costituita al 95,83% da Svilupumbria S.p.A., a sua volta al 92,32% partecipata da Regione Umbria. Le restanti quote minoritarie di Umbria Innovazione S.c.ar.l. si dividono tra Regione Umbria, Comune di Narni, Comune e Provincia di Terni.

Importo: euro 1.000.000.

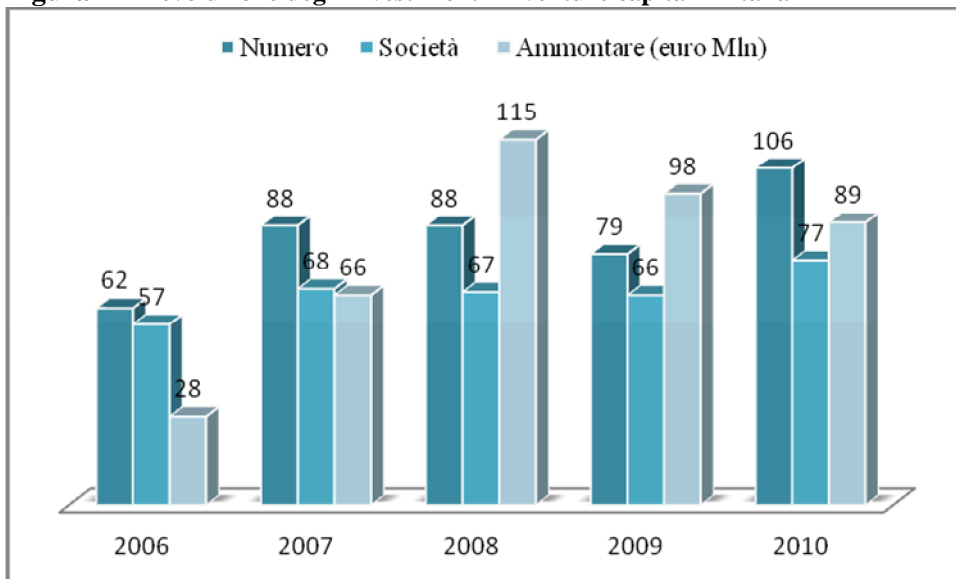
Tipo di intervento: Il Fondo assiste le imprese nelle fasi di **start up** e **expansion**. Si considerano start up ad alto contenuto tecnologico, spin-off di natura industriale e spin-off accademici ad elevate competenze scientifiche. L'intervento è previsto all'interno dell' Asse I "Innovazione ed economia della conoscenza" Attività a3 "Sostegno alla creazione di nuove imprese in settori ad elevata innovazione tecnologica aziendale e di investimento innovativo" del POR FESR 2007-2013.

Nell'Unione Europea, i finanziamenti con venture capital offrono potenzialità elevate, ma sono ampiamente sottoutilizzate per le piccole e medie imprese (PMI). Le PMI che si affidano a tali finanziamenti ottengono risultati migliori di quelle che non usufruiscono di questa forma di sostegno⁵.

In Italia nonostante il mercato del venture capital abbia registrato in questi ultimi anni una crescita sostenuta, è ancora sottodimensionato rispetto ai principali paesi europei.

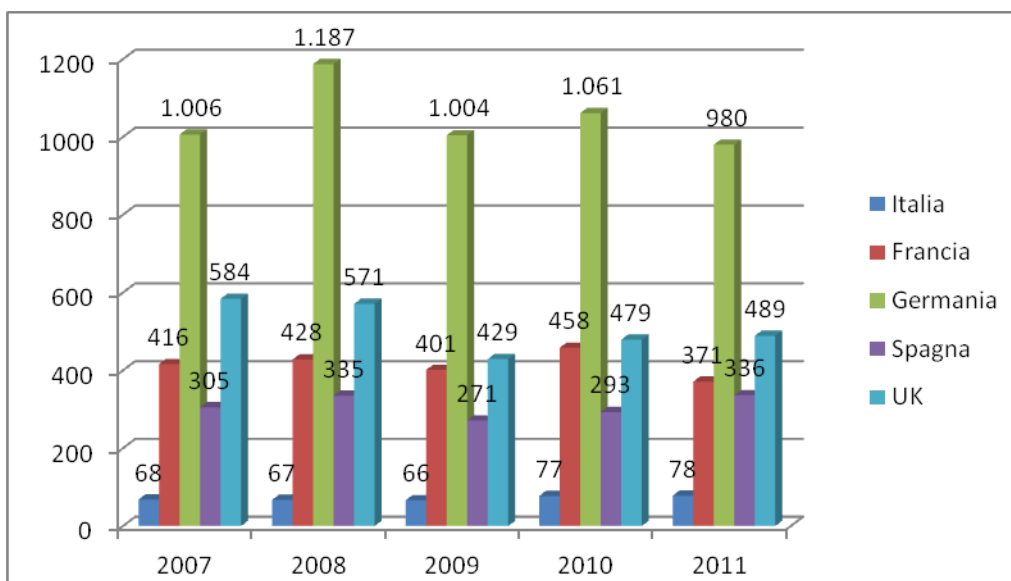
⁵ Documento di Lavoro dei Servizi della Commissione "Sintesi della Valutazione d'Impatto" che accompagna il documento "Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai Fondi europei di venture capital" COM (2011) 860 definitivo; SEC (2011) 1515 definitivo.

Figura 1 - L'evoluzione degli investimenti in venture capital in Italia



Fonte: AIFI

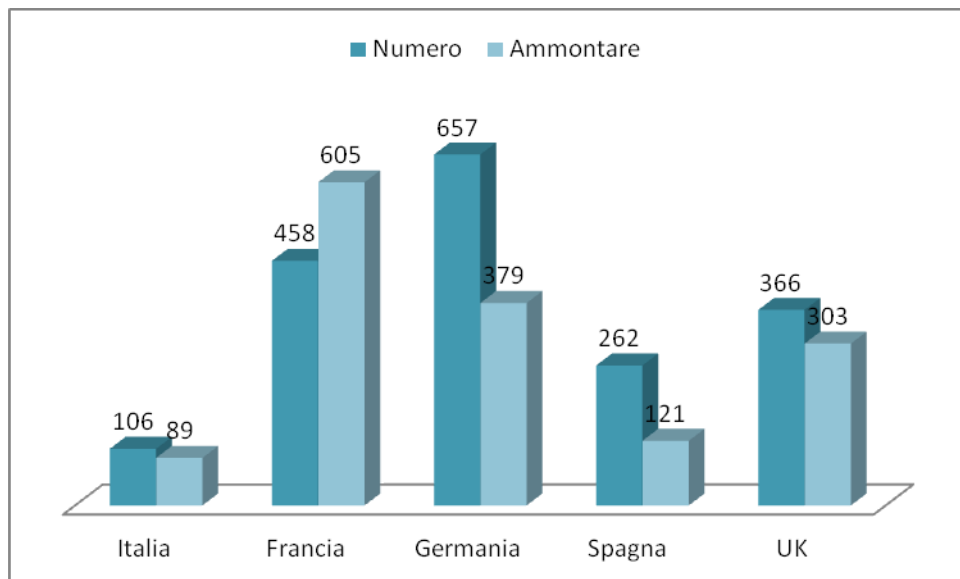
Figura 2 - Numero di società oggetto degli investimenti



Fonte: AIFI⁶

⁶ Documento propositivo per il nuovo Parlamento (marzo 2013)

Figura 3 - Gli investimenti in venture capital nel 2010⁷: un confronto europeo



Fonte: AIFI⁸

Per quanto riguarda la regione Emilia Romagna, considerando le operazioni degli investimenti “initial” realizzati da investitori istituzionali nel capitale di rischio classificati come operazioni di *early stage* (*expansion, buy out, replacement e turnaround*) i dati relativi al 2007-2011⁹ rilevati fanno emergere che Zernike Meta Venture, in qualità di soggetto gestore di *Ingenium*, è il primo operatore nel comparto dell’*early stage* regionale, avendo effettuato 10 investimenti a fronte di 4 effettuati da Investitori Istituzionali privati.

⁷ I dati includono gli investimenti seed e start up. L’ammontare in Italia, Francia, Germania e Spagna è espresso in milioni di euro; l’ammontare UK è espresso in milioni di sterline. Per l’Italia è considerato il numero di investimenti

⁸ Libro Bianco: proposte per lo sviluppo del VC in Italia (2011)

⁹ E’ stato elaborato da Zernike Meta Ventures un documento che raffronta le caratteristiche degli investimenti in capitale di rischio effettuati da Zernike Meta Ventures nella gestione dei Fondi Ingenium e cofinanziati dalla Regione Emilia Romagna rispetto agli interventi in capitale di rischio effettuati da operatori privati nella regione di riferimento.

4 IL FONDO INGENIUM EMILIA-ROMAGNA

Con lo strumento *Ingenium*, oggetto della valutazione qui presentata, la Regione ha inteso contribuire alla strategia generale dell'Asse 2 che, come riportato sopra, è quella di "Favorire la crescita delle imprese attraverso processi di innovazione" e all'obiettivo operativo relativo al "potenziamento e crescita delle imprese attraverso l'introduzione di ICT e di modalità e strumenti innovativi di gestione organizzativa e finanziaria".

Si tratta di un obiettivo particolarmente rilevante e coerente con la politica europea.

Come viene sottolineato in diversi documenti della Commissione europea garantire l'accesso al credito alle PMI e poter contare su un mercato finanziario solido e sviluppato è cruciale nell'attuale contesto economico. Le PMI creano l'85% dei nuovi posti di lavoro del settore privato ed è necessario metterle in condizioni di investire e crescere in Europa.

Il fondo *Ingenium* è un fondo a capitale di rischio che è stato attivato per la prima volta nell'ambito del Docup obiettivo 2 2000/2006. **La prima edizione del fondo era riservata ai territori delle due province di Ferrara e Ravenna** ricadenti nelle aree Obiettivo 2 ed è consistita nella partecipazione alla costituzione di un fondo di capitale di rischio (*Fondo Ingenium*), **cofinanziato al 70% dalla Regione Emilia - Romagna** e al 30% dal soggetto gestore del fondo.

Il fondo è stato finalizzato a sostenere l'avvio e lo sviluppo di progetti di imprese derivanti da *spin off* accademici e di ricerca, o riferiti comunque ad attività di carattere innovativo, attraverso l'acquisizione di quote di minoranza del capitale sociale di piccole e medie imprese, costituite sotto forma di società di capitali

- ✓ da non più di 12 mesi per investimenti di *seed financing* (investimento nella fase di sperimentazione dell'idea innovativa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio);
- ✓ da non più di 36 mesi per investimenti di *start-up financing* (investimento finalizzato all'avvio dell'attività, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo).

La Regione Emilia Romagna con il fondo *Ingenium* ha optato per l'approccio *c.d pari passu*, cioè con la sottoscrizione di fondi caratterizzati da un trattamento alla pari tra pubblico e privati, anche se è riconosciuto al gestore di un Fondo, il così detto "*Carried interest Incentivo*", cioè una premialità sulla base della performance complessiva fatta registrare dall'attività di investimento del fondo nel suo complesso.

Attraverso il POR 2000-2006 sono state finanziate 7 operazioni. La tabella seguente riporta i dati d'insieme:

Tabella 1 - Imprese finanziate dal Fondo Ingenium I

Imprese partecipate	Settore	Data investimento	Quota Regione (€)	% pubblica	Quota Zernike Meta Venture SpA (€)	% privata	Totale (€)	Capitale sociale nominale impresa (€)	Capitale sociale nominale versato da Ingenium (€)	% di partecipazione
Intrauma	Biomedicale	Marzo 2008	1.368.000	68%	632.000	32%	2.000.000	54.878	9.878	18%
Passpack srl	ICT, password manager	Aprile 2008	249.000	59%	175.000	41%	424.000	17.365	7.365	42%
Biogenera	Biotech, oncologia pediatrica	Febbraio 2009	1.025.000	68%	475.000	32%	1.500.000	77.000	27.000	35%
Pharmeste	Biotech, farmaceutico	Gennaio 2007	684.000	68%	316.000	32%	1.000.000	52.416	5.145	10%
Raysolar	Energie alternative: tecnologie fotovoltaiche e semiconduttori	Giugno 2007	136.800	68%	63.200	32%	200.000	66.000	9.210	14%
Techgenia (ora fusa in Solgenia)	ICT	Aprile 2007	1.368.000	68%	632.000	32%	2.000.000	2.000.000	327.800	16%
Hds - Headmost Division Service srl	Facility Management	Dicembre 2007	1.026.000	68%	474.000	32%	1.500.000	2.000.000	675.000	34%
Totale			5.856.800		2.767.200		8.624.000	4.267.659	1.061.398	

Fonte: elaborazioni su dati Regione-Zernike Meta Venture

Il fondo di capitale di rischio, sostenuto con l'Attività II.1.3 del Por Fesr 2007-2013, chiamato *Ingenium Emilia-Romagna II*, ha selezionato il soggetto gestore attraverso una gara pubblica; l'aggiudicatario della gara è Zernike Meta Venture, unico partecipante alla gara, che è anche lo stesso soggetto gestore di *Ingenium I*.

Questa seconda edizione del fondo ha esteso gli ambiti di intervento in termini di:

- ✓ Operazioni ammesse a finanziamento. L'operatività al sostegno, attraverso operazioni di *expansion financing*, alle strategie di sviluppo e di investimento innovativi delle imprese che garantiscano buone marginalità e prospettive di crescita pur necessitando di una adeguata capitalizzazione; anche se ad oggi le operazioni realizzate sono solo di *seed* e *start-up financing* rimangono le attività principali.
- ✓ Ambito territoriale. Il POR 2007-2013 ammette imprese in tutto il territorio regionale.
- ✓ Settori di interesse. Sia nel POR 2000-2006 che nel POR 2007-2013, il fondo identifica a priori i settori di investimento di interesse, ed in particolare Farmaceutica e biotecnologie, Elettronica ed informatica, Multimediale, Meccanica di precisione, Chimica fine e nuovi materiali, Impiantistica avanzata, Servizi informatici e telematici, Servizi all'impresa di tipo innovativo per la prima edizione e nanotecnologie, nuovi materiali, chimica fine; meccanica di precisione, strumenti di misura e controllo, sensoristica, biomedicale, elettromedicale; informatica e telematica, tecnologie digitali, audiovisivo; tecnologie per le energie rinnovabili, il risparmio energetico, l'ambiente.

Per quanto riguarda invece le operazioni di *expansion financing*, destinate cioè a supportare la crescita e lo sviluppo di imprese già esistenti, le aziende partecipate devono appartenere ai settori di attività economica elencati nella Sezione C della classificazione ATECO 2007.

- ✓ Dotazione finanziaria. La seconda edizione del fondo ha visto variare sia la dotazione finanziaria del fondo che le quote di partecipazione pubblica e privata: nella prima edizione la dotazione finanziaria era pari a 7 mln di euro di cui un 68,4% pubblico e un 31,6% privato, mentre nella seconda edizione la dotazione finanziaria complessiva raddoppia e la partecipazione pubblica scende al 50%.

Il soggetto gestore del fondo, *Zernike Meta Ventures*, si avvale della collaborazione di un Comitato istituito dalla Regione Emilia Romagna, che opera però con una funzione esclusivamente consultiva. In particolare il ruolo del Comitato consultivo è quello di essere informato circa le singole operazioni d'investimento, sulla base di una scheda informativa che riporta il nome dell'azienda oggetto dell'investimento, il settore di attività e la data di costituzione, la sede legale e operativa, la compagine sociale pre investimento, la descrizione del *business model*, la valutazione *pre-money*, l'entità dell'investimento e modalità di erogazione, i tempi e i modi dell'*exit* ipotizzabile. Quindi le indicazioni eventualmente formulate dal Comitato non hanno carattere vincolante ma di controllo sul rispetto delle regole poste dalla Regione, come ad esempio l'appartenenza ad uno dei settori ammissibili, la presenza di una sede nella Regione Emilia Romagna.

I flussi informativi tra soggetto gestore e la Regione Emilia Romagna viene assicurata anche durante la fase *post* investimento attraverso le relazioni semestrali e annuali. In particolare in tali relazioni vengono riportate:

- Le risorse gestite dal soggetto gestore.

- Il portafoglio di *Ingenium*.
- Il bilancio del Fondo.
- Le attività svolte: di promozione e comunicazione; di *scouting e due diligence*; e le attività di investimento effettuate.
- I problemi riscontrati e le soluzioni proposte.
- Gli investimenti in portafoglio relativamente a ciascun investimento in capitale di rischio effettuato, con la descrizione delle attività sviluppate dall'azienda, la compagine sociale, gli sviluppi della società sia dal punto di vista finanziario che strategico e l'ipotesi di strategia di *exit*.

In realtà nell'offerta tecnica presentata dal soggetto gestore i flussi informativi con la Regione sarebbero dovuti avvenire attraverso una rete intranet dedicata; attraverso tale sistema sarebbero dovute transitare le informazioni e i documenti necessari al gestore ad assicurare sia un efficace controllo e monitoraggio della singola impresa, sia una puntuale rendicontazione della misura e a consentire alla stazione appaltante la possibilità di accedere in tempo reale alle informazioni. Tale rete è stata progettata da Zernike Meta Ventures, ma non è stata mai utilizzata per problemi operativi della Regione.

Le imprese finanziate con le risorse del FESR 2007-2013, che risultano nella Relazione del Fondo relativa al I° semestre 2013, presentata a Luglio del 2013 dal soggetto gestore, sono 4 (alcune finanziate con più operazioni).

Riportiamo di seguito le imprese finanziate con una sintesi delle attività.

SPREAKER è una piattaforma online per creare contenuto audio e spettacoli radiofonici creati dagli utenti. Il sistema elaborato da *Spreaker* consente di creare audio show modulari di qualsiasi tipo (l'utente crea un singolo show, non un palinsesto completo, che può includere musica, conversazione e spot pubblicitari, questi ultimi obbligatori) e offre la possibilità di trasmettere in diretta o registrata; fornisce un vasto database di canzoni agli utenti DJ, da inserire nei loro show o per creare delle playlist. Gli show sono interrotti periodicamente da un break pubblicitario e gli spot sono gestiti da Spreaker.

L'innovazione di Spreaker è legata alle caratteristiche della piattaforma e del modello di business:

- Show creati online dagli utenti (nessun download necessario)
- Possibilità di creare programmi LIVE o registrati (condivisibili sui social network attraverso FB Connect);
- Concetto di palinsesto come aggregazione di show;
- Diritti musicali di broadcasting pagati da Spreaker
- Spot pubblicitari obbligatori sul canale audio, e in aggiunta spot video e banner.

PharmEste, che è stata oggetto di un intervento su Ingenium I, è una società bio-farmaceutica attiva nel settore del dolore neuropatico attraverso lo sviluppo di un nuovo farmaco. Tale farmaco è stato sviluppato con una molecola innovativa, la PHE377, antagonista del recettore della capsaicina (TRPV1), che possiede un rilevante potenziale terapeutico nel trattamento del dolore neuropatico, condizione che affligge circa l'1% della popolazione mondiale e che non dispone di un adeguato trattamento farmacologico. L'obiettivo di PharmEste è dimostrare l'efficacia terapeutica di PHE377 in particolare nella neuropatia diabetica dolorosa e post erpetica per consentirle di concludere accordi di collaborazione con importanti gruppi farmaceutici internazionali per il completamento dello sviluppo clinico e commercializzazione del prodotto.

S5 Tech è stata fondata nel 2009 da un gruppo di imprenditori per offrire un sistema per la gestione elettronica delle informazioni all'interno del Punto Vendita totalmente innovativo.

Dalla data di costituzione fino ad Aprile 2011 la società ha sviluppato e a lungo testato un'architettura di sistema capace di rispondere a necessità attuali e future attraverso una piattaforma di radio frequenza studiata non solo per ottenere efficienza di costo, drastica riduzione degli errori e nuove opportunità di *pricing* dinamico, ma anche di fornire alla grande distribuzione ed ai suoi Clienti nuovi utilizzi e strumenti di comunicazione sul Punto Vendita.

S5 Tech ha sviluppato una visione di mercato basata sul concetto di wireless store communication architecture. L'adozione di una nuova generazione tecnologica rispetto alla concorrenza abilita l'utilizzo della ESL iniziando dove i concorrenti terminano: prodotti di S5tech sono realizzati utilizzando le ultime tecnologie Wi-Fi con una topologia di rete innovativa e in grado di gestire qualsiasi dispositivo attraverso:

- un'infrastruttura hardware progettata per evitare ogni perdita di tempo durante l'installazione
- un sistema di controllo e gestione dotato di processi forti e configurabili dal Cliente
- una struttura di software costruita con Tecnologie aperte e di mercato capace di integrarsi con qualsiasi altra struttura software di terze parti.

I vantaggi legati all'utilizzo di un sistema di Etichette Elettroniche sono diversi, e già in diversi Paesi del mondo si sono visti i notevoli benefici che questo prodotto offre. In particolare:

- Consente di eliminare gli errori tra prezzo esposto e il prezzo che il Cliente finale trova in cassa.
- Migliora l'efficienza delle risorse umane che possono dedicarsi ad altre attività con maggiore valore per il Cliente finale.
- Ha una maggiore velocità di reazione verso il prezzo all'interno della propria area geografica.
- Offre la possibilità di cogliere nuove opportunità promozionali.
- Consente l'abbattimento dei costi legati alla gestione delle stampe e del materiale di stampa.

Ma esistono anche altri vantaggi del prodotto di S5 Tech, ed in particolare il fatto che è un sistema non invasivo che necessita di pochi apparati e cavi praticamente invisibili alla vista e può essere installato durante il normale orario di apertura.

Inoltre la modularità dell'architettura hardware scelta consente al Cliente di personalizzare i prodotti senza importanti investimenti Ad esempio il dipartimento Marketing del Cliente può studiare insieme al dipartimento R&D di S5 Tech un display personalizzato secondo le proprie esigenze.

Eugea, acronimo di Ecologia Urbana Giardini e Ambiente, è una società costituita nel 2007 come *spin off* dell'Università di Bologna, da dei ricercatori entomologi della Facoltà di Agraria. La società ha per oggetto l'ideazione, la progettazione e la commercializzazione, anche tramite propri punti vendita, di prodotti e servizi per l'ecologia privata, nonché di mezzi per la lotta biologica ed integrata degli insetti dannosi. In particolare la società produce e commercializza strumenti che consentono l'applicazione della lotta biologica in città, affidando l'assemblaggio e la logistica a Cooperative Sociali locali che impiegano persone altrimenti emarginate.

La tabella seguente riporta i principali dati delle imprese del portafoglio *Ingenium II* fino al 1° semestre del 2013.

Tabella 2 - Il portafoglio di Ingenium II – 1° semestre 2013

	S5 Tech	Spreaker	Pharmest	Eugea
Città	Modena	Bologna	Ferrara	Bologna
Stadio di sviluppo	Start up	Start up	Start up	Expansion
Data primo investimento	6 aprile 2011	27 luglio 2011	16 luglio 2011	21 maggio 2013
Valore Investimento complessivo (€x 1.000)	2.800	470	370	200
Valore Investimento POR FESR (€x 1.000)	1.400	235	185	100
Dipendenti alla data dell'investimento	0	0	0	2
Settore di attività	Elettronica	ICT	Biotecnologie	Manifatturiero
% detenuta da Zernike Meta Ventures	49,00%	19,83%	2,08%	17,50%

Fonte: Relazione I semestre 2013

Attraverso contatti diretti con l'AdG e il soggetto gestore sono stati rilevati i dati relativi alle partecipazioni effettuate nel II° semestre 2013 che riguardano due imprese:

Mperience Srl. E' una società costituita a novembre del 2009, che ad aprile del 2013 ha aperto una propria sede operativa nel territorio della Regione Emilia Romagna presso AlmaCube. Nonostante l'età anagrafica (impresa con più di 36 mesi di vita) la società sta terminando la fase di seed e, attraverso l'intervento del Fondo Ingenium, dovrebbe cominciare la commercializzazione e la generazione di profitto, entrando così in fase di *start up* come definita in accordo con le definizioni previste dal Regolamento CE 800/2008.

L'idea imprenditoriale è quella di sviluppare una piattaforma online che eroghi un servizio comparabile a quello che già Flipboard fa per le news ma nel comparto del Video su dispositivi mobili, tablet, pc e smart tv. In particolare, i proponenti, attraverso la società videOMG, vogliono offrire un servizio di:

- aggregazione di video di testate online, video-maker, TV-factual, web series;
- *user experience*, ovvero offrire un servizio che permetta un dialogo tra gli strumenti multimediali e gli utenti; funzionalità killer, ovvero un elevato grado di personalizzazione delle informazioni presentate;
- revenue, ovvero possibilità di monetizzare l'utilizzo della piattaforma da parte degli utenti attraverso adv in pre-roll;
- traffico, ovvero l'offerta di una piattaforma già utilizzata dagli editori capace di reggere un traffico consistente di dati.

La piattaforma intende rispondere ai seguenti bisogni:

- *publisher* che hanno necessità di aumentare l'indice RPM (*revenue per 1.000 impressions*) ma possono produrre solo un numero limitato di video ed hanno difficoltà ad associarli negli articoli. Costoro possono trovare nel motore di *videOMG* la soluzione per migliorare la rotazione e la diffusione dei propri contenuti;
- produttori video, che hanno la necessità di aumentare la distribuzione ed il numero di visualizzazioni, possono caricare le proprie librerie su *videOMG* che provvede poi a distribuirle su numerosi canali;
- utenti finali, che vogliono avere in un unico punto video rilevanti da fruire con un elevato livello di intrattenimento, possono trovare in *videOMG* la piattaforma dove trovare tutti i contenuti.

La piattaforma è attualmente operativa nelle sue funzionalità base sta testando la propria piattaforma con alcuni grandi clienti. È inoltre prevista la realizzazione di 12 canali tematici (News, Travel, Sport, Business, Music ecc.).

Angiodroid. Il proponente ha presentato domanda di valutazione al Fondo Ingenium tramite la società *Spark Srl.* costituita nel 1995 e che ha sede legale a Bologna. Spark sta portando avanti tre progetti differenti, tutti molto promettenti, ma operanti in mercati e settori di attività differenti. Assieme all'imprenditore è stato deciso di incorporare il progetto "Angiodroid", oggetto del proposto investimento da parte del Fondo Ingenium Emilia Romagna II, per trasferire tutto il *know how* e la proprietà intellettuale in una nuova società, appositamente costituita per accogliere e perseguire tale iniziativa imprenditoriale.

Le ragioni di tale previsione sono legate ad una prudente gestione del rischio di impresa e a un miglior monitoraggio della partecipata.

Attraverso la *newco* i proponenti intendono sviluppare il progetto Angiodroid, che consiste nello sviluppo di un sistema di angiografia alternativo ai tradizionali sistemi di contrasto di iodio, rappresentato dalle tecnologie

basate sull'uso del composto *carbon dioxide* (CO₂), gas che viene iniettato nelle vene, capace di garantire contrasti effettivi nelle immagini e facilità di rimozione dai sistemi venosi.

Il sistema, già sviluppato sta cominciando in questo momento la commercializzazione avendo ottenuto le certificazioni CE e TUV. La tecnologia è, inoltre, brevettata sia in Italia che nei principali mercati internazionali quali Europa, Cina, India, Brasile e USA.

Rispetto alla concorrenza il prodotto sviluppato presenta enormi vantaggi competitivi, in quanto è l'unico che permette il controllo computerizzato dell'ammontare di gas iniettato, del controllo della pressione per evitare aneurismi e del recupero dei gas immessi.

Sempre in questo secondo semestre del 2013, sono stati conclusi altri due investimenti in società già oggetto di un precedente intervento del Fondo *Ingenium*. Si tratta di Biogenera, nella quale era stata fatta un'operazione in *Ingenium I* (risorse del POR FESR 2000-2006) e Pharmeste, sulla quale sono stati fatti altri due interventi (il primo con *Ingenium I* e, quindi, attraverso le risorse del POR FESR 2000-2006 e il secondo con *Ingenium II*). Queste due operazioni si sono rese necessarie per consentire alle società di portare avanti delle trattative di vendita dei loro brevetti con potenziali acquirenti. In assenza di tale intervento, secondo l'AdG del POR Emilia Romagna, le aziende sarebbero state messe in liquidazione.

Riportiamo di seguito la tabella con i valori dell'investimento delle operazioni realizzate nel 2° semestre 2013.

Tabella 3 - Operazioni di Ingenium realizzate nel 2° semestre 2013

	Mperience	Angiodroid	Biogenera	Pharmeste
Valore Investimento complessivo (€x 1.000)	800	800	1.120	100
Valore Investimento POR FESR (€x 1.000)	400	400	560	50

Complessivamente rispetto ai 7 Milioni di euro dei Fondi FESR di *Ingenium II*, le operazioni realizzate evidenziano **un utilizzo inferiore al 50% rispetto alla dotazione nel fondo**, pari a 3,330 milioni di euro. Indubbiamente il fondo *Ingenium* ha scontato un periodo di attivazione piuttosto lungo che può essere legato anche ad una mancanza di conoscenza dello strumento da parte del potenziale beneficiario, ma la “*governance*” scelta per il fondo, come vedremo meglio nel capitolo 5, può aver influenzato tale risultato.

Va comunque evidenziato che ci sono alcuni interventi che sono stati presentati ed esaminati dal Comitato Consuntivo Regionale nella riunione di maggio 2013, e che sono ancora in attesa di intervento per motivi di varia natura, ma che potrebbero concludersi entro l'anno. In particolare le operazioni riguardano le seguenti imprese:

- **MindSeeds Laboratories**; è una società che intendono avviare dei professori e ricercatori dell'Università di ingegneria di Bologna, che durante le loro ricerche in campo universitario hanno sviluppato una tecnologia capace di monitorare la risposta delle cellule tumorali del paziente alle differenti cure disponibili nel campo dell'oncologia. Attualmente nel mercato esistono tecniche che permettono di effettuare tali analisi ma con campioni di tessuto di dimensioni molto importanti, per il cui asporto sono necessari operazioni particolarmente invasive. La tecnologia sviluppata, invece, permette di utilizzare anche le cellule tumorali rare sparse nel sangue o in altri liquidi corporei, rendendo quindi facile l'operazione di prelievo. La tecnologia, inoltre risulta particolarmente efficace e rapida e quindi consente al medico curante di effettuare un'analisi non solo pre-cura, ma anche durante la cura per monitorare l'efficacia. In questa fase si sta rivedendo il cronoprogramma e gli obiettivi.

- **Condomani**; è una società costituita nel 2013 la cui attività consiste nella realizzazione di una piattaforma per la gestione dei condomini. In particolare, la società si caratterizza per essere un social network gestionale rivolto agli amministratori condominiali.

Alla luce delle recenti modifiche legislative italiane (DDL AC 4041/AS 71 in vigore dal 18/06/2013) Condomani viene incontro alle nuove norme di semplificazione comunicativa e di gestione all'interno dei condomini. Sito web condominiale, snellimento delle pratiche e della tempistica, trasparenza di bilancio, disciplina sugli interventi dei professionisti e gestione efficiente dell'anagrafica sono solo alcuni dei servizi che Condomani mette già pratica. Attraverso la piattaforma, il condomino potrà facilmente inoltrare una richiesta d'intervento al suo amministratore, eventualmente allegando una foto, anche dal proprio *smartphone*; monitorare l'evoluzione di eventuali lavori; controllare tutte le spese condominiali; dialogare con gli altri condomini, anche con coloro che non utilizzano eventualmente internet; condividere documenti.

Oltre ai condomini, Condomani supporta in tutto anche l'amministratore: dalle assemblee, ai bilanci, alla gestione della contabilità, dalle richieste di intervento alle richieste di preventivi. Inoltre per entrare nel mondo di Condomani non bisogna installare nulla perché è tutto sul web. In questa fase il soggetto gestore di Ingenium sta definendo insieme ai proponenti i vari *step* di intervento subordinandoli al raggiungimento di obiettivi.

Infine ci sono altre due richieste, anche queste esaminate dal Comitato Consuntivo Regionale, **Fuzland e Kippy**, sulle quali si stanno effettuando degli approfondimenti.

Le Relazioni periodiche che sono state presentate dal soggetto gestore all'AdG del POR, riportano sia **le attività di promozione e comunicazione** svolte sul territorio regionale, che le azioni di scouting e *due diligence* realizzate.

La tabella seguente riporta i principali dati di sintesi del "deal flow", cioè il flusso delle opportunità di investimento individuate e analizzate dal soggetto gestore del fondo.

Tabella 4 - Dati di sintesi del deal flow inserite nella Relazioni Periodiche

	Aprile- Novembre 2011	1° semestre 2012	2° semestre 2012	1° semestre 2013
Registration Form ricevuti				
Imprese esistenti	14	10	16	17
imprese non ancora costituite	14	15	16	12
Valutazione				
Imprese esistenti				
Business Plane ricevuti e valutati	8	7	8	10
Quasi imprese				
Business Plane ricevuti e valutati	7	7	9	9
Due diligence e investimenti				
Due diligence effettuate	4	2	4	8
Investimenti effettuati	3	1	0	1

Fonte: Elaborazioni su Relazioni periodiche del soggetto gestore

I progetti pervenuti sono stati analizzati e valutati dal soggetto gestore relativamente ai seguenti aspetti: mercato di riferimento, caratteristiche del team imprenditoriale, stato di evoluzione del prodotto/servizio, aspetti legali e proprietà intellettuale, potenzialità di crescita del *business* e possibilità di *exit* del fondo.

Nei casi in cui in linea con le politiche del Fondo, con i proponenti sono stati organizzati incontri conoscitivi e di approfondimento per verificare nel dettaglio la consistenza reale del *business plan*.

Le principali ragioni che hanno portato il Fondo a rifiutare le richieste di investimento sono legate principalmente ad una bassa definizione e caratterizzazione del prodotto/servizio, dall'inadeguatezza del team imprenditoriale, da ragioni legate alla valutazione del mercato di sbocco e/o del vantaggio competitivo del prodotto/servizio proposto.

Attualmente non vi è nessun caso di dismissione della partecipazione e le imprese che hanno beneficiato di operazioni di investimento, alla data di finalizzazione del presente rapporto, risultano operative.

5 OBIETTIVI DELL'ANALISI E DOMANDE VALUTATIVE

L'Autorità di Gestione (AdG) del POR FESR ha commissionato al valutatore indipendente (il Raggruppamento Temporaneo d'Imprese ECOTER-NOMISMA-SIGN ("RTI"), una analisi del *Fondo Ingenium* che aveva come fini:

- analizzare lo stato di attuazione dell'azione e capirne le determinanti;
- verificare la rispondenza con gli obiettivi prefissati;
- analizzare le eventuali criticità nella "governance" dello strumento.

Avendo luogo nell'ambito della valutazione *on going* del POR FESR, il *focus* sul fondo di capitale di rischio si concentrerà sugli aspetti di efficacia ed efficienza degli strumenti di *venture capital* messi in atto dalla Regione Emilia Romagna nel presente periodo di programmazione e in quello precedente, e della loro rilevanza con gli obiettivi del POR. A tal fine, ovviamente, si prenderanno in esame anche le procedure ed il sistema di *governance* del Fondo per valutarne pertinenza e coerenza rispetto al raggiungimento degli obiettivi del POR e rilevarne eventuali criticità.

Pertanto, l'AdG e il valutatore hanno concordato che l'analisi valutativa sul *Fondo Ingenium* affronti le seguenti domande valutative:

1. Qual è l'efficacia degli strumenti di *venture capital* messi in atto dalla RER attraverso il DOCUP 2000-2006 e il POR 2007-2013?
2. Qual è la coerenza con gli obiettivi del POR delle realizzazioni e, ove possibile, dei risultati ottenuti?
3. Quali lezioni si possono trarre dalle evidenze di attuazione disponibili, con particolare riguardo al funzionamento del Fondo?

Nell'ambito di tale domanda valutativa, possono essere affrontati i seguenti temi:

- c) Qual è la coerenza delle regole del fondo con gli obiettivi del POR? Verificare punti di forza e di debolezza del meccanismo
- d) Le regole definite offrono garanzie per una gestione del processo da parte del soggetto attuatore funzionale agli obiettivi del POR?

6 LA METODOLOGIA ADOTTATA

La valutazione è stata realizzata attraverso l'analisi:

- Ü degli elementi contenuti nella procedura di selezione del soggetto gestore;
- Ü delle realizzazioni di *Fondo Ingenium I e II*;
- Ü delle attività svolte dal soggetto gestore per la promozione e ricerca delle attività delle opportunità di investimento del fondo;
- Ü degli investimenti in portafoglio;
- Ü dei meccanismi che regolano i rapporti tra il fondo e la Regione.

Il percorso metodologico per fornire le risposte alle tre domande valutative descritte nel paragrafo precedente si è articolata nelle seguenti fasi:

1. Primo step di attività - Analisi desk della documentazione rilevante. L'analisi documentale è stata finalizzata a:
 - ricostruire il quadro logico programmatico
 - analizzare i meccanismi di selezione del soggetto
 - analizzare i meccanismi attuativi definiti nell'ambito del fondo oggetto di approfondimento.

Si è proceduto quindi alla:

- Raccolta e analisi della documentazione attinente la selezione del soggetto gestore e delle regole / meccanismi che regolano i rapporti tra il fondo e la Regione. In particolare si è proceduto all'analisi del **bando di gara** per l'affidamento del servizio di gestione del fondo regionale di capitale di rischio a compartecipazione privata e all'**offerta tecnica** presentata dall'unico concorrente nonché aggiudicatario della gara, Zernike Meta Ventures.
- Raccolta e analisi di tutta la documentazione attinente le iniziative partecipate dal fondo; in particolare sono state analizzate le **Relazioni periodiche redatte dal soggetto gestore**: la prima Relazione periodica redatta a novembre del 2011, la Relazione del I semestre 2012 presentata a Luglio 2012, la Relazione del II semestre 2012 presentata a Gennaio 2013 e la Relazione del I Semestre 2013 presentata a Luglio 2013. Inoltre è stata analizzato il **Documento tecnico** relativo alla valutazione dei risultati delle politiche di sostegno alle imprese messe in atto nell'ambito del secondo programma delle attività produttive, che ha dedicato un focus alla valutazione di Ingenium I. Infine per l'analisi delle iniziative partecipate dal fondo successivamente alla data di redazione della Relazione periodica del I semestre 2013, sono state analizzate le **singole schede di presentazione al Comitato Consuntivo della Regione Emilia Romagna**.

- Approfondimento sulle attività partecipate dai fondi *Ingenium I e Ingenium II*, attraverso l'intervista diretta al soggetto gestore del fondo, che è avvenuta nel mese marzo del 2013.
- 2. Secondo step d'attività - Sviluppo di un'indagine diretta rivolta alle imprese partecipate dal fondo *Ingenium*. L'indagine è stata realizzata, nei mesi di aprile e maggio del 2013, attraverso **interviste telefoniche agli imprenditori** che erano stati oggetto dell'intervento del Fondo *Ingenium II*, con i quali sono stati approfonditi vari temi tra cui: la percezione dei beneficiari circa lo strumento, le performance delle imprese partecipate, la strategia futura, i punti di forza e le eventuali criticità dei meccanismi del fondo; inoltre **è stato intervistato** uno dei promotori del progetto Angiodroid, che è stata oggetto del finanziamento nel secondo semestre del 2013. Inoltre in questo *step* di attività, l'RTI si è avvalsa dei **risultati delle interviste svolte nell'ambito della valutazione del Piano Triennale delle Attività Produttive**, che, come è stato detto, tra i vari ambiti di analisi ha dedicato un focus a *Ingenium I*.
- 3. Terzo step d'attività - Confronto con i referenti regionali del Fondo Ingenium e con alcuni testimoni privilegiati. Questa fase di confronto con interlocutori scelti ha permesso di approfondire i risultati emersi nei due step precedenti al fine di completare l'analisi dello strumento. In particolare sono stati intervistati Massimiliano Magrini, *co-founder e managing partner* di **United Ventures**, società di *venture capital*, Luigi Tommasini, senior partner di **Fondo Italiano d'Investimento** e Raffaele Ricciuti Amministratore Unico di **Sviluppo Basilicata**. I risultati emersi sono stati inoltre oggetto di confronto con i **referenti regionali dell'AdG del POR**.

7 LA RISPOSTA ALLE DOMANDE VALUTATIVE

Per rispondere alla *prima domanda valutativa relativa a “qual è l’efficacia degli strumenti di venture capital messi in atto dalla RER attraverso il DOCUP 2000-2006 e il POR 2007-2013”* va evidenziato che, come è noto, nel caso di imprese in fase di *start up* alcuni dei tradizionali riferimenti valutativi tradizionali basati sulla *performance* (variazione di fatturato e di reddito o altri indicatori di bilancio), non sono applicabili in quanto le imprese hanno iniziato l’attività troppo di recente.

Si può invece valutare il livello di innovazione delle imprese oggetto dell’intervento del fondo, il grado di imprenditorialità delle società, la coerenza delle operazioni con gli obiettivi del POR, i punti di forza e di debolezza del meccanismo e gli eventuali ambiti di miglioramento.

Come indicato nel paragrafo relativo alla descrizione della metodologia, l’analisi è stata realizzata attraverso una serie di interviste alle imprese e al soggetto gestore, e utilizzando i risultati dell’analisi e delle interviste svolte nell’ambito della valutazione del Piano Triennale delle Attività Produttive.

Dalle interviste realizzate agli imprenditori delle operazioni di *Ingenium II* e dalla valutazione condotta nell’ambito del Piano Triennale delle Attività Produttive su *Ingenium I*, un primo dato che emerge è un buon grado di soddisfazione da parte delle imprese beneficiarie rispetto alle opportunità offerte dallo strumento.

Le imprese coinvolte nell’indagine evidenziano in particolar modo l’estrema necessità di strumenti di ingegneria finanziaria che supportino la fase di *seed* nei casi di *spin off* della ricerca e in attività innovative; questa tipologia di attività non riesce infatti a reperire il capitale nei modi tradizionali perché i risultati economici possono richiedere tempo per arrivare e perché il rischio nella fase di *seed* è ritenuto troppo elevato. Va anche considerato che per queste imprese è spesso difficile indebitarsi con le banche per la bassa redditività che si ha nelle prime fasi di sviluppo dell’azienda e per la scarsa dotazione di capitale fisso da utilizzare come garanzia del prestito.

Peraltro l’apprezzamento dello strumento non viene legato semplicemente all’apporto delle risorse finanziarie ma anche al “tipo di socio” che non ha come primo obiettivo la speculazione, ma la crescita dell’azienda.

Il primo dato positivo è quindi che i progetti finanziati sono progetti che non si sarebbero realizzati senza il supporto pubblico.

Inoltre i progetti finanziati presentano caratteristiche di innovazione; sono imprese che, come si evince dalla descrizione delle attività riportate precedentemente, realizzano prodotti/servizi nuovi rispetto agli esistenti sul mercato o sostanzialmente modificati: in quattro casi sono *spin off* di progetti di ricerca dell’Università, che hanno coinvolto diverse facoltà (agraria, medicina e ingegneria), e gli altri tre casi sono imprese dell’ICT che propongono soluzioni innovative in vari campi.

Tale evidenza risponde alla *domanda valutativa relativa alla rispondenza degli interventi rispetto all’obiettivo specifico del POR FESR di “Favorire la crescita delle imprese attraverso processi di innovazione”*.

L’apprezzamento dello strumento è anche legato *all’apporto di competenze aziendali* in particolare nelle imprese nate da *spin-off* della ricerca, mentre negli altri casi trattandosi di settori innovativi molto specifici non c’è stato supporto in questa direzione.

Se rispetto a questi aspetti la percezione dello strumento è positiva, le osservazioni circa gli ambiti di miglioramento dello strumento secondo i beneficiari e, in alcuni casi, secondo lo stesso soggetto gestore, ci offrono delle evidenze utili per la **domanda valutativa relativa a “quali lezioni si possono trarre dalle evidenze di attuazione disponibili, con particolare riguardo al funzionamento del Fondo”**, che andiamo a riprendere in maniera organica.

- Il primo è legato ai **meccanismi di funzionamento del fondo**. Alcune imprese beneficiarie sottolineano la difficoltà incontrata nell'individuare sul mercato la quota di capitale privato, non tanto per le difficoltà dell'attuale periodo congiunturale, quanto per il meccanismo operativo tale per cui il privato conferisce una quota ma, essendo la gestione del fondo in mano ad un soggetto unico, non ha poi il controllo diretto sul capitale investito, né partecipa alla gestione d'azienda. Questo elemento è emerso come particolarmente critico sia nelle interviste realizzate nell'ambito della valutazione del Piano Triennale delle Attività Produttive, che in quelle realizzate alle imprese oggetto d'intervento su Ingenium II. Il soggetto gestore suggerisce a tale riguardo lo schema adottato dalla Regione Lazio che, con il Fondo POR I.3, ha definito lo strumento di capitale di rischio gestito da Filas (finanziaria regionale), finalizzato a stimolare partnership pubblico privato negli investimenti di Venture ed Expansion Capital nelle PMI innovative del Lazio (si veda il box 1). Il Fondo della Regione Lazio può investire esclusivamente insieme a terzi co-investitori, che devono essere di natura privata ed indipendenti rispetto alle imprese richiedenti l'intervento. In questo modo il fondo cerca di rispondere alla duplice finalità di:

-favorire la nascita di piccole e medie imprese e lo sviluppo dell'innovazione nel tessuto imprenditoriale locale e verso gli investitori privati;

- stimolare la crescita di un mercato privato del capitale di rischio.

Il modello scelto dal Lazio si differenzia rispetto a quello dell'Emilia Romagna non solo per quanto riguarda il soggetto gestore e la *governance* del fondo, ma anche rispetto alla modalità di intervento. Infatti sebbene l'investimento viene effettuato a parità di condizioni tra Fondo pubblico e capitale privato, sono predeterminati dei trattamenti di favore per il capitale privato al momento del disinvestimento, che dipende dal livello di rischio che influenza la ripartizione asimmetrica tra fondi pubblici e privati (assunzione dei rischi tramite *funding*, ripartizione di perdite e profitti). Lo strumento è infatti basato su un aiuto di Stato autorizzato dall'Unione Europea.

Box 1

La procedura

Le richieste, che dovranno includere la manifestazione di interesse di almeno un Co-investitore, sono “a sportello” fino al 15/5/2015 o fino ad esaurimento, da presentare con la modulistica stabilita.

I Co-investitori interessati ad operare con il Fondo dovranno richiedere l’iscrizione in un apposito Elenco ufficiale, tenuto da Filas e pubblicato sul proprio sito, presentando la modulistica per la manifestazione di interesse.

La valutazione verrà effettuata in collaborazione con i potenziali Co-investitori sulla base dei business plan (a 5 anni) presentati dai richiedenti, e le decisioni verranno assunte dai rispettivi organismi deliberanti. Il Fondo potrà investire solo previo parere positivo del Co-investitore ed il venir meno, per qualsivoglia motivo, anche dopo la delibera, di quest’ultimo determina l’archiviazione della richiesta laddove non subentri un nuovo Co-investitore ammissibile.

Il tempo medio di valutazione (dalla richiesta alla decisione) sarà allineato a quello dei co-investitori privati.

Il business plan presentato dovrà adeguatamente rappresentare almeno i seguenti elementi:

la storia societaria e/o dei proponenti, il know-how specifico ed i prodotti/servizi offerti;

gli elementi di innovatività connessi al programma di sviluppo, anche rispetto al panorama competitivo esistente;

la compagine sociale prevista;

la struttura, competenze ed esperienze degli organi aziendali, sia gestionale che tecnico;

il target di clienti, le strategie commerciali ed il revenue model dell’azienda;

il mercato di riferimento ed il segmento in cui intende operare, con i suoi principali competitors;

un piano economico, patrimoniale e finanziario a 5 anni, con dettaglio di:

andamento del piano dei ricavi attesi;

piano degli investimenti materiali/immateriali previsti;

piano del personale;

struttura dei costi aziendali;

piano delle coperture finanziarie in equity e/o debito;

le possibili opportunità di way-out per gli investitori.



la governance delle imprese partecipate

La partecipazione del Fondo alla vita dell’impresa è regolata in formali accordi di investimento concordati con i soci ed i Co-investitori prima dell’investimento stesso.

Tali accordi, finalizzati a tutelare tutte le parti, regolano a priori aspetti primari della vita societaria quali, a titolo esemplificativo:

le variazioni di compagine sociale

le decisioni assembleari su argomenti di particolare rilievo

le modalità di reporting sull’andamento gestionale

il perseguimento del piano presentato o le decisioni sulle sue variazioni

l’eventuale partecipazione agli organi societari

le modalità di disinvestimento.

L’obiettivo è instaurare un rapporto di collaborazione con i Co-investitori e il Management, basato su ampie deleghe per la gestione operativa, e mirato a favorire lo sviluppo ed il consolidamento dell’impresa e la valorizzazione dell’investimento in fase di uscita.

le modalità di disinvestimento

Il Fondo ricercherà modalità di uscita condivise con i Co-investitori che, preservando la continuità e le

prospettive di sviluppo dell'impresa, massimizzano il rendimento dell'investimento in un'ottica di mercato, tenendo conto degli eventuali privilegi previsti a favore dei Co-investitori stessi. Il disinvestimento delle partecipazioni del Fondo è concordato con il Co-investigatore e l'impresa destinataria prima dell'erogazione dell'intervento e formalizzato negli accordi di investimento, e può prevedere una o più delle seguenti fattispecie:

- cessione ad altri Investitori Istituzionali
- vendita attraverso un'offerta pubblica, compresa la quotazione in mercati regolamentati (IPO)
- trade sale, ovvero cessione delle quote a soggetti terzi soggetti industriali o privati
- cessione delle quote ai soci
- write – off, parziale o totale, in caso di non recuperabilità dell'investimento.

Fonte: <http://www.filas.it>

Vi è anche un altro caso interessante in Italia, quello promosso dalla Regione Basilicata attraverso Sviluppo Basilicata che dopo una lunga esperienza ultradecennale ha riformulato l'operatività del fondo, tenendo conto dell'esperienza acquisita con la gestione di 23 partecipazioni, dei nuovi regolamenti ed orientamenti comunitari ed infine delle difficoltà del momento attuale. Nel box seguente riportiamo la procedura adottata:

Box 2

La procedura

La procedura di valutazione è a sportello. Le domande potranno essere presentate fino al 31.12.2015 e le operazioni potranno essere perfezionate entro il 31.12.2016.

Gli interventi assumeranno la forma di:

- **Partecipazione al Capitale di rischio**
- **Prestito partecipativo**

Gli interventi saranno realizzati dal Fondo Regionale di venture capital insieme a coinvestitori privati che dovranno partecipare con una quota pari almeno al 30% dell'intervento.

Le assunzioni di partecipazioni da parte di Sviluppo Basilicata e dei coinvestitori esterni saranno temporanee (max 7 anni) e minoritarie ovvero nella misura massima del 49% del capitale sociale delle imprese beneficiarie.

I prestiti partecipativi hanno una durata massima di 7 anni, compresi 2 di preammortamento e la loro remunerazione (interessi) sarà collegata alla redditività dell'impresa.

Tali interventi andranno a finanziare le imprese che si trovano nelle seguenti fasi:

- **SEED CAPITAL**
- **START UP CAPITAL**
- **EXPANSION CAPITAL**

Non potranno in ogni caso assumersi partecipazioni in imprese quotate su mercati regolamentati.

Non sono finanziabili operazioni di mero rifinanziamento o riscadenzamento del passivo delle imprese

Ciascun intervento potrà essere finanziato per i seguenti importi:

- operazioni Seed e Start Up Capital (Early Stage): massimo 250.000,00;
- operazioni expansion: minimo €300.000,00 e massimo €1.500.000,00.

La richiesta deve essere corredata dalla documentazione indicata nel modulo di domanda, ed in particolar modo:

- Business Plan, composto da una parte descrittiva da cui emergano con chiarezza gli aspetti caratterizzanti il piano di sviluppo e le prospettive future ed una sezione analitica e numerica con previsioni a 5 anni;

Il Business Plan dovrà contenere i seguenti elementi minimi:

- la storia societaria e/o dei proponenti, il know-how specifico ed i prodotti/servizi offerti o che si intendono offrire;
- piano degli investimenti materiali/immateriali con eventuali elaborati grafici (planimetrie, piante, prospetti e sezioni);
- gli elementi di innovatività connessi al programma di sviluppo, anche rispetto al

panorama competitivo esistente;

- la struttura organizzativa, le competenze ed esperienze della compagine societaria e del management sia dal punto di vista gestionale che tecnico;
- il target di clienti, le strategie commerciali;
- il mercato di riferimento ed il segmento in cui intende operare;
- i principali competitors;
- le principali fasi di attività del piano di sviluppo e stima dei tempi;
- le ipotesi di way-out
- un piano economico, patrimoniale e finanziario a 5 anni, che fornisca adeguati dettagli su:
 - i. ricavi attesi;
 - ii. piano del personale;
 - iii. struttura dei costi aziendali;
 - iv. piano di copertura finanziaria mediante mezzi propri e/o debito.

Sviluppo Basilicata, dopo una prima valutazione volta ad accertare la presenza dei requisiti per accedere al fondo, esegue l'istruttoria insieme al coinvestitore privato; in tale fase verrà effettuato un approfondimento istruttorio in riferimento ai seguenti criteri:

- coerenza tra le competenze tecniche e gestionali del proponente e l'oggetto dell'intervento;
- fattibilità tecnica, economica e finanziaria dell'intervento;
- capacità economico-finanziaria della compagine sociale in ordine alle modalità di realizzazione del progetto;
- grado di cofinanziamento dell'intervento;
- Innovatività dell'idea o del progetto di sviluppo;
- Potenzialità di crescita dell'impresa;
- accrescimento del potenziale di internazionalizzazione dell'impresa;
- tempi di attuazione dell'intervento congrui con le caratteristiche dell'investimento;
- sostenibilità ambientale dell'intervento.

Le proposte che hanno positivamente superato questa fase verrà quindi presentata al Comitato Tecnico composto da 3 membri, scelti con procedura ad evidenza pubblica tra soggetti con comprovata esperienza nel settore del Venture Capital. che esprime il suo parere sull'ammissibilità dell'operazione.

Il rapporto di partecipazione sarà regolato da appositi patti parasociali che saranno stipulati tra il Soggetto Gestore del Fondo, i soci della PMI e il coinvestitore che disciplineranno i tempi e modalità di ingresso nella compagine sociale, obblighi a carico dei soci e della società, le modifiche statutarie, i vincoli alle modifiche della compagine sociale, il monitoraggio della partecipazione, la designazione di rappresentanti del Fondo/coinvestitore negli organi sociali e di controllo della impresa partecipata oltre al la definizione delle modalità di disinvestimento che potranno prevedere una o più delle seguenti fattispecie:

- cessione delle quote/azioni ai soci della società partecipata;
- cessione delle quote/azioni ad altri Investitori Istituzionali;
- vendita attraverso un'offerta pubblica, compresa la quotazione della Società in mercati regolamentati (IPO – Initial Public Offering);
- cessione delle quote/azioni a soggetti terzi.

Un meccanismo che prevede la creazione di uno strumento in grado di attivare molteplici *venture capitalist* specialisti è stato indicato come maggiormente incisivo anche da alcuni dei testimoni privilegiati intervistati. Il meccanismo potrebbe prevedere alternativamente:

- l'assegnazione delle risorse della Pubblica Amministrazione in co-gestione con altri soggetti (selezionati) con il vincolo della raccolta delle risorse equivalenti sul mercato privato per finanziare iniziative che rispondano a regole pre-definite fissate dal soggetto pubblico, in modo da essere coerenti con la strategia regionale e con gli obiettivi prefissati. I modelli possono essere differenti: può essere il soggetto pubblico (es. agenzie di sviluppo) che valuta le iniziative e poi le sottopone ai *ventures specializzati* o anche ai *Business Angels*, oppure un meccanismo misto dove l'iniziativa viene presentata dai privati e se il soggetto pubblico valuta la coerenza dell'iniziativa con le politiche regionali cofinanzia l'iniziativa;
- la Pubblica Amministrazione finanzia con risorse equivalenti tutti i progetti valutati dal *venture capitalist* privato che ne fa richiesta e che siano in linea con la programmazione regionale.

Tale meccanismo attivando *venture capitalist* specializzati potrebbe essere maggiormente efficace anche nell'individuazione delle operazioni da finanziare e anche nel supporto allo sviluppo del business; infatti il *ventures specializzato*, è tale perché vanta competenza sia nell'ambito tecnico, quindi per lo sviluppo dell'idea, ma anche relazioni che consentono lo sviluppo commerciale del business.

Inoltre può anche ovviare **al problema di avere un team adeguato dedicato al fondo**; infatti lo strumento del Venture capital dovrebbe caratterizzarsi per offrire alle imprese oltre il supporto finanziario anche il trasferimento di *know how* in aree carenti di managerialità, possedendo un team di management partner di diverso background (di tipo industriale, consulenziale, finanziarie). Lo standard della commissione per la gestione delle iniziative di venture capital non basta a mantenere un team dedicato, in presenza di un fondo della dimensione di Ingenium Emilia Romagna.

Infatti soprattutto con "*early stage financing*", cioè nell'investimento in tutte le prime fasi di vita dell'impresa (*seed, start up*) è fondamentale conoscere le tecnologie e i mercati piuttosto che gli aspetti finanziari, soprattutto quando si valutano idee nell'ambito dell'ICT, delle nanotecnologie e dell'elettronica.

Questo rappresenta **un punto centrale su cui riflettere se la Regione Emilia Romagna intende proporre uno strumento di venture capital nella nuova programmazione 2014-2020**. Nel bando di gara per l'affidamento del servizio di gestione del fondo regionale di capitale di rischio a compartecipazione privata, il gruppo di lavoro richiesto prevedeva figure professionali con esperienza esclusivamente nell'ambito della valutazione e selezione di progetti imprenditoriali, di acquisizioni di partecipazioni societarie e nella valutazione di *business plan*, mentre sarebbe opportuno richiedere un team che comprende diverse *expertise*; un management con un'esperienza non solo in campo finanziario, ma anche di tipo industriale e manageriale in grado di fornire consulenza e supporto alle strategie di impresa e alle attività di gestione.

- Un altro aspetto sottolineato dalle imprese è relativo alla necessità di ***sinergia con altri strumenti regionali***. In particolare il venture capital deve essere inserito all'interno di una strategia organica mirata alla crescita della competitività delle imprese, favorendo un maggiore dialogo tra le imprese e il territorio e con un'offerta pubblica che deve essere in

grado di seguire i bisogni delle imprese (ricerca, risorse umane e formazione, credito, ecc.). Con questo non si vuole suggerire di limitarlo a pochi settori o ad una specifica fase dell'impresa, ma che gli sforzi vanno concentrati su alcuni settori specifici, quelli strategici per il sistema regionale e in quelli con maggiori margini di sviluppo e impatto sul territorio.

- Un altro elemento emerso come critico è che *Ingenium* considera l'investimento solo nella fase iniziale, mentre l'evoluzione temporale dell'impresa richiede spesso altro capitale per lo sviluppo. Un'impresa beneficiaria (la S5Tech) proprio per questo motivo non vede lo sviluppo della sua azienda in Italia, ma negli Stati Uniti che, per la sua tipologia d'impresa, offre un contesto molto più favorevole. Naturalmente su questo aspetto va considerato che i fondi pubblici

In realtà **lo sviluppo dei progetti al di fuori del contesto regionale** è un aspetto che accomuna alcune delle iniziative finanziate da *Ingenium II*, anche se per motivi differenti. Infatti Pharmest, che ha in progetto lo sviluppo di un farmaco, mira alla vendita del brevetto ad un'impresa farmaceutica, mentre Spreaker per le caratteristiche dell'attività non può essere limitata territorialmente.

Su questo aspetto la riflessione della Regione dovrebbe soffermarsi sulle **regole che devono essere predefinite per la scelta delle operazioni da incentivare, che dovrebbero assicurare lo sviluppo di imprese innovative nella regione**. In altre parole la presenza di attività che per loro natura non possono essere radicate nel territorio non risulta completamente coerente con gli obiettivi posti dal *policy maker* nell'asse del POR in cui è collocata la misura.

Questo è un aspetto molto evidente nelle imprese bio farmaceutiche e dell'ICT in cui non è previsto lo sviluppo del prodotto in ambito regionale. E' bene evidenziare che non si tratta di caratteristiche esclusivamente legate al settore di attività, ma alla tipologia di bene realizzato che, nei casi sopra citati, avendo un carattere di "immaterialità" non ha alcun radicamento nel territorio. Per contro, nel portafoglio di *Ingenium* ci sono altre realtà come ad esempio Angiodroid, che opera nel bio medicale, che si caratterizza per **uno stretto legame con il territorio**; infatti, essendo un progetto che coinvolge un'intera filiera regionale, che parte dalla ricerca fino alla realizzazione del manufatto, valorizza il *know how* presente nel territorio emiliano romagnolo e punta su questo come vantaggio competitivo dell'intero progetto. In questo caso lo strumento *Ingenium* ha fatto convergere diversi tipi di risorse disponibili (finanziarie, imprenditoriali, umane e tecnologiche) verso il rafforzamento delle dinamiche di sviluppo locale.

Ovviamente la presenza di regole più vincolanti, che favoriscano le imprese e i progetti che abbiano, almeno come presupposto, l'innovazione e la crescita del sistema produttivo regionale, può presupporre anche trattamenti di favore per il capitale privato, mentre sia in *Ingenium I*, che in *Ingenium II*, come è stato detto, la Regione investe risorse finanziarie in una logica di operatore in economia di mercato (non è un aiuto di Stato). Sotto questo profilo è utile evidenziare che sono di imminente approvazione sia il nuovo regolamento generale di esenzione per categoria della Commissione Europea, che contiene alcuni articoli specificatamente dedicati al capitale di rischio, sia i nuovi orientamenti dell'Unione europea sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio. I documenti, che sottolineano come le misure di sostegno pubblico e, in alcune circostanze limitate, la concessione di aiuti di Stato, se correttamente mirati possono costituire un mezzo efficace per ovviare ai fallimenti del mercato del capitale di rischio e mobilitare

capitale privato, propongono rispetto alle attuali regole una maggiore flessibilità nella definizione delle imprese e delle forme di finanziamento ammissibile e mira a rendere i loro quadri normativi più semplici, flessibili ed efficaci.

In particolare la bozza del nuovo regolamento di esenzione, per il capitale di rischio consente meccanismi di ripartizione dei rischi e dei rendimenti a favore del capitale privato anche più favorevoli rispetto alle regole attuali; l'Articolo 19 "Accesso delle PMI ai finanziamenti: aiuti per il finanziamento del rischio" definisce alcuni aspetti rilevanti, tra cui:

- L'importo totale del finanziamento del rischio non può superare 10 milioni di EUR per PMI ammissibile;
- La misura di finanziamento del rischio può sostenere ulteriori investimenti realizzati dopo il periodo di 5 anni;
- La misura di finanziamento del rischio può fornire sostegno per il capitale di sostituzione, solo se è combinata con un apporto di capitale nuovo pari almeno al 50% di ciascun investimento nell'impresa ammissibile;
- La misura di finanziamento del rischio deve produrre un effetto di leva finanziaria attirando investitori privati indipendenti a livello delle società di intermediazione finanziaria o di imprese ammissibili tale da conseguire un importo aggregato pari almeno alle seguenti soglie: (a) il 10% del finanziamento del rischio concesso alle PMI ammissibili che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale sul mercato; (b) il 40% del finanziamento del rischio concesso alle PMI ammissibili; (c) il 60% del finanziamento del rischio concesso nell'ambito della misura, se l'investimento riguarda un ulteriore investimento concesso dopo il periodo di cinque anni. Nel regolamento vigente la compartecipazione minima del capitale privato è del 30%;
- La misura di capitale di rischio deve soddisfare le seguenti condizioni: (a) le società di intermediazione finanziaria, investitori e gestori sono selezionati tramite un bando di gara aperto, trasparente e non discriminatorio che miri a sviluppare adeguati meccanismi di ripartizione dei profitti e delle perdite e sarà data preferenza ai meccanismi asimmetrici di partecipazione agli utili rispetto a quelli di protezione dai rischi (tale condizione non si applica a soggetti cui uno Stato membro ha affidato il compito di attuare le misure di finanziamento del rischio; (b) se vi è ripartizione asimmetrica dei profitti e delle perdite tra investitori pubblici e privati, il primo rischio assunto dall'investitore pubblico è limitato al 20% dell'importo totale del suo investimento; (c) se vi sono garanzie previste al paragrafo 2, lettera b), il tasso di garanzia è limitato al 50% e le perdite totali coperte da uno Stato membro sono limitate al 20% del portafoglio garantito sottostante.

Anche alla luce di questo nuovo quadro di regole europee la Regione Emilia Romagna potrebbe quindi proseguire la strada di supporto alle PMI innovative e potenzialmente a forte crescita per migliorare l'accesso ai finanziamenti, rafforzando lo strumento di venture capital in una logica di maggiori ricadute di innovazione nel territorio emiliano romagnolo e più in generale migliorando lo strumento negli ambiti che in questa analisi sono emersi come problematici e/o migliorabili.

Il “Venture Capital” pubblico non può e non deve essere considerato alla stregua del VC privato

Il Venture Capital pubblico è stato pensato come strumento per la crescita delle PMI, quindi per superare i problemi della sottocapitalizzazione. E' evidente che in queste imprese difficilmente i margini di crescita sono tali da invogliare un Venture privato ad intervenire, come è ben noto questo tipo di investitori è a “caccia” di operazioni ad alto valore potenziale che ovviamente comportano rischi altrettanto alti.

Un Venture Capital promosso dal Pubblico dovrebbe innanzi tutto quindi fare una scelta sul tipo di operazioni da finanziare, banalizzando: early stage, seed, start-up o expansion? Consapevoli che la fase dell'early-stage del seed e dello start-up comporta rischi di insuccesso elevatissimi e rischio che brevetti e utilità siano ceduti al miglior offerente, quindi in barba ad ogni ragionamento di sviluppo locale. La fase di expansion è quella meno rischiosa, che meglio risponde alle esigenze dello sviluppo locale, ma ovviamente difficilmente attrae Venture privati e difficilmente ha valori di exit elevati.

A quanto detto bisogna aggiungere che gli orientamenti comunitari sul capital di rischio prevedono comunque che le operazioni, per essere ammesse devono essere scelte in una logica commerciale ed orientata al profitto (e questo è il motivo per cui viene richiesta la partecipazione dei privati). Chiaramente la logica del profitto può essere declinata a diversi livelli e quindi i fondi di capitale di rischio alimentati da fondi pubblici dovrebbero essere in grado di contemperare sia l'esigenza di avere dei profitti con l'altra fondamentale esigenza di avere una funzione di carattere “sociale”, ovvero favorire il consolidamento delle imprese esistenti, la conservazione dei livelli occupazionali, il miglioramento delle performance reddituali, lo sviluppo dell'innovazione mediante il finanziamento di piani di sviluppo con il capitale di rischio.

Questo rende sicuramente più difficile l'individuazione dell'investitore privato ma aumenta di sicuro l'efficacia dello strumento per il territorio.

Fatta questa prima riflessione bisognerebbe farne una seconda e cioè quali sono le tecniche con cui si evita che il finanziamento concesso per lo sviluppo delle imprese nella regione non finisca altrove?

In merito a questa seconda domanda bisogna innanzitutto dire che è conseguenza delle scelte rispetto alla prima, ma in ogni caso bisogna orientare l'avviso o il bando a quelle aziende che trovano in regione l'humus adatto per potersi espandere, in sostanza scegliere settori e target in funzione del tessuto imprenditoriale esistente. Inoltre bisogna essere molto attenti in fase di stesura dello statuto e dei patti parasociali ad inserire clausole di salvaguardia per il pubblico.

Da ultimo, perché sia efficace, è necessario che lo strumento sia accompagnato da altri strumenti finanziari che consentono all'impresa di massimizzare l'effetto della capitalizzazione, come fondi di garanzia o fondi rotativi e che il soggetto gestore del fondo abbia competenze e relazioni per far sì che le imprese trovino nelle banche dei partner e non dei “nemici”.

Ovviamente se il soggetto gestore è un privato (ad es. una banca) è chiaro che difficilmente altre banche collaboreranno, lo stesso dicasi per quanto riguarda un Venture, l'ideale è un soggetto pubblico che faccia lo scouting e che poi si avvalga di volta in volta delle professionalità del soggetto finanziario interessato e coinvolto.

8 PRIME CONCLUSIONI E RACCOMANDAZIONI

Nel presente lavoro è stato realizzato un focus valutativo incentrato sul *Fondo Ingenium*, ovvero un fondo di capitale di rischio della Regione Emilia Romagna che favorisce lo *start up* di imprese innovative, in particolare di quelle che operano nei settori ad alta tecnologia (nate da *spin off* accademici, di ricerca e aziendali) e sostiene lo sviluppo e l'innovazione delle imprese che garantiscano buone marginalità e prospettive di crescita, attraverso investimenti per la crescita e l'implementazione di programmi di sviluppo di imprese già esistenti.

Rafforzare il *venture capital* per finanziarie un numero crescente di start up e imprese innovative con potenzialità di crescita è un obiettivo importante, soprattutto nell'attuale contesto, che nonostante qualche timido segnale di ripresa, evidenzia ancora una situazione economica difficile.

La carenza di risorse finanziarie costituisce uno dei principali ostacoli per la realizzazione di innovazioni e il capitale di rischio è sicuramente uno degli strumenti più adatti al finanziamento di tali attività. La Commissione europea ha più volte rilevato che nei Paesi dell'Unione Europea i finanziamenti con *venture capital* offrono potenzialità elevate, ma sono ancora esigui, nonostante le PMI che si affidano a tali tipologie di finanziamenti ottengono risultati migliori di quelle che non usufruiscono di questa tipologia di sostegno. In Italia tale necessità è ancora più evidente: i dati mostrano nel nostro paese un mercato del *venture capital* in crescita, ma ancora sottodimensionato rispetto ai principali Paesi europei.

Per quanto riguarda più specificatamente il *Fondo Ingenium*, le analisi sviluppate nelle pagine precedenti hanno evidenziato alcuni risultati e fornito delle prime indicazioni per rafforzare lo strumento. Naturalmente va tenuto conto che le operazioni oggetto di finanziamento hanno iniziato l'attività recentemente e questo non ha permesso di realizzare una valutazione nelle modalità tradizionali, basata sulle performance delle imprese. Tuttavia l'analisi è stata rivolta ad approfondire il livello di innovazione e la coerenza con gli obiettivi del POR, oltreché l'efficacia del meccanismo di attuazione e gli eventuali ambiti di miglioramento dello strumento.

In primo luogo dall'analisi è emerso che si tratta di attività che ***non sono riuscite a reperire il capitale nei modi tradizionali*** e non sarebbero decollate in assenza di uno strumento di ingegneria finanziaria. In questa tipologia di attività i risultati economici richiedono tempo per arrivare e il rischio nella fase di *seed* è ritenuto troppo elevato dagli istituti bancari.

Inoltre l'apprezzamento dello strumento non viene legato semplicemente all'apporto delle risorse finanziarie ma anche al "tipo di socio" che non ha come primo obiettivo la speculazione, ma la crescita dell'azienda e, in alcuni casi è stato riconosciuto positivamente l'apporto di competenze aziendali, in particolare in alcune imprese nate da *spin off* della ricerca

Il primo dato positivo è quindi che i progetti finanziati non si sarebbero realizzati senza il supporto pubblico.

Le caratteristiche innovative dei ***progetti finanziati sono evidenti***; si tratta di prodotti/servizi nuovi rispetto agli esistenti sul mercato o sostanzialmente modificati: in quattro casi sono *spin off* di progetti di ricerca dell'Università e gli altri tre casi sono imprese dell'ICT che propongono soluzioni innovative in vari campi.

Alcuni progetti si sviluppano rafforzando il legame con il territorio, che rappresenta il loro vantaggio competitivo, mentre per altri il confine regionale per lo sviluppo delle attività è penalizzante e non rispondente alle caratteristiche dell'attività. Quest'ultimo è un aspetto molto evidente nelle imprese bio farmaceutiche e dell'ICT in cui non è prevista la produzione e/o lo sviluppo del prodotto/servizio in ambito regionale.

Ne consegue che su questo aspetto le regole prefissate sulla tipologia di operazioni da finanziare non risultano completamente coerenti con gli obiettivi del POR.

Rispetto alla domanda valutativa relativa a “quali lezioni si possono trarre dalle evidenze di attuazione disponibili, con particolare riguardo al funzionamento del Fondo”, attraverso le interviste e l'analisi di altre esperienze regionali sono emersi alcuni ambiti di miglioramento:

- Il primo è relativo al meccanismo di funzionamento del fondo. Con il meccanismo previsto da *Ingenium*, si incontra difficoltà nell'individuare sul mercato la quota di capitale privato. Tale problematicità è dovuta principalmente al fatto che il meccanismo operativo è tale per cui il privato conferisce una quota ma, essendo la gestione del fondo in mano ad un soggetto unico, non ha poi il controllo diretto sul capitale investito, né partecipa alla gestione.

Questo aspetto ha certamente influito nelle percentuali di utilizzo del fondo; rispetto allo stanziamento di 7 Milioni di euro del Fondo FESR di *Ingenium II*, le operazioni realizzate evidenziano **un utilizzo inferiore al 50% rispetto alla dotazione nel fondo**, pari a 3,330 milioni di euro.

Nell'analisi sono state riportate esperienze di strumenti attivati attraverso meccanismi differenti che possono rendere lo strumento maggiormente incisivo. La modalità attuativa potrebbe prevedere alternativamente:

- l'assegnazione delle risorse della Pubblica Amministrazione in co-gestione con altri soggetti (selezionati) con il vincolo della raccolta delle risorse equivalenti sul mercato privato per finanziare iniziative che rispondano a regole pre-definite fissate dal soggetto pubblico, in modo da essere coerenti con la strategia regionale e con gli obiettivi prefissati. I modelli possono essere differenti: può essere il soggetto pubblico (es. agenzie di sviluppo) che valuta le iniziative e poi le sottopone ai *ventures specializzati* o anche ai *Business Angels*, oppure un meccanismo misto dove l'iniziativa viene presentata dai privati e se il soggetto pubblico valuta la coerenza dell'iniziativa con le politiche regionali cofinanzia l'iniziativa;
- la Pubblica Amministrazione finanzia con risorse equivalenti tutti i progetti valutati dal *venture capitalist* privato che ne fa richiesta e che siano in linea con la programmazione regionale.

Tale meccanismo attivando *venture capitalist* specializzati potrebbe essere maggiormente efficace:

- nell'individuazione delle operazioni da finanziarie e anche nel supporto allo sviluppo del business;
- nel svolgere l'importante attività di consulenza alle imprese sui diversi aspetti manageriali, operativi e gestionali.

Inoltre per aumentare l'efficacia dello strumento è stata sottolineata la necessità di ***sinergia con altri strumenti regionali*** inserendo il *venture capital* all'interno di una strategia organica mirata alla crescita della competitività delle imprese, concentrando gli sforzi sui settori strategici per il sistema regionale e in quelli con maggiori margini di sviluppo e impatto sul territorio.

Ovviamente la presenza di regole più vincolanti, che favoriscano le imprese e i progetti che abbiano, almeno come presupposto, l'innovazione e la crescita del sistema produttivo regionale, può presupporre anche trattamenti di favore per il capitale privato, mentre in *Ingenium I*, che in *Ingenium II*, la Regione investe risorse finanziarie in una logica di operatore in economia di mercato.

Alla luce delle analisi svolte e delle conclusioni raggiunte, la Regione Emilia Romagna potrebbe quindi proseguire la strada di supporto alle PMI innovative e potenzialmente a forte crescita per migliorare l'accesso ai finanziamenti, rafforzando lo strumento di venture capital in una logica di maggiori ricadute di innovazione nel territorio emiliano romagnolo e più in generale migliorando lo strumento negli ambiti che in questa analisi sono emersi come problematici e/o migliorabili.

Sotto questo profilo un'opportunità può essere offerta dalle nuove regole comunitarie di imminente approvazione. Sia il nuovo regolamento generale di esenzione per categoria della Commissione Europea, che contiene alcuni articoli specificatamente dedicati al capitale di rischio, sia i nuovi orientamenti dell'Unione europea sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio, sottolineano come le misure di sostegno pubblico e, in alcune circostanze limitate, la concessione di aiuti di Stato, se correttamente mirati possono costituire un mezzo efficace per ovviare ai fallimenti del mercato del capitale di rischio e mobilitare capitale privato, propongono rispetto alle attuali regole una maggiore flessibilità nella definizione delle imprese e delle forme di finanziamento ammissibile e mira a rendere i loro quadri normativi più semplici, flessibili ed efficaci.

In conclusione va ricordato che il presente rapporto è un *focus* del processo di valutazione su uno degli strumenti a supporto dell'innovazione; saremo quindi in grado di completare il quadro delle raccomandazioni quando sarà ultimata l'analisi valutativa sull'insieme degli interventi delle attività dell'Asse e sulla capacità delle attività complessive dell'asse di raggiungere gli obiettivi predefiniti.

9 GLOSSARIO

Business Model	È lo strumento concettuale che si utilizza per organizzare l'attività dell'azienda: in altri termini, illustra cosa essa produce, come lo produce, per chi e con quali risorse. Identifica i clienti a cui si vuole rivolgere, i fornitori da cui ottiene le materie necessarie per il ciclo produttivo, le caratteristiche del processo di produzione che vuole realizzare.
Business Angels	Investitori "informali" nel capitale di rischio, che acquisiscono, in qualità di persone fisiche, quote azionarie di imprese di piccola dimensione, contribuendo attivamente anche alla gestione delle stesse.
Buy out	Tecnica finanziaria diretta all'acquisizione di un'impresa mediante il ricorso prevalente al capitale di debito che verrà per lo più rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa positivi generati dall'impresa stessa.
Carried interest Incentivo	Incentivo riconosciuto ai gestori di un Fondo, sulla base della performance complessiva fatta registrare dall'attività di investimento.
Deal flow	Flusso delle opportunità di investimento individuate e analizzate da un investitore nel capitale di rischio.
Due diligence	Insieme di attività, svolte direttamente dall'investitore o per mezzo di consulenti esterni, volte ad approfondire, preventivamente all'investimento, "lo stato di salute" dell'impresa e la corrispondenza dei contenuti del business plan.
Early stage	Investimento in capitale di rischio effettuato nelle prime fasi di vita di un'impresa (comprendente sia le operazioni di seed, che quelle di start up).
Exit	Termine generico con il quale si identifica il disinvestimento.
Expansion financing	Investimento in capitale di rischio effettuato nelle fasi di sviluppo dell'impresa, realizzato attraverso un aumento di capitale e finalizzato ad espandere un'attività già esistente.
Funding risk	Rischio cui è esposta un'istituzione creditizia relativamente al reperimento dei fondi necessari a far fronte ai propri impegni finanziari, in particolare in presenza di un sfasamento temporale fra raccolta e impiego.
Initial investment	Con investimento iniziale si intende il fabbisogno di capitale per iniziare l'attività di impresa. Può includere fondi proprio dell'imprenditore d'azienda, capitale a prestito da fonti molto diverse tra loro, inclusa la famiglia, gli amici, banche o investitori professionali.
Investment readiness	È la capacità di una PMI o di un singolo imprenditore, in cerca di apporto di capitale esterno, di fornire al potenziale investitore informazioni rilevanti e pertinenti riguardo alla propria attività o idea, di modo da aggiudicarsi il finanziamento.
Pre-money evaluation	Tipica delle operazioni di venture capital, è semplicemente la valutazione di un'azienda o azioni precedenti ad un investimento o finanziamento.
Replacement	Investimento finalizzato alla riorganizzazione della compagine societaria di

un'impresa, in cui l'investitore nel capitale di rischio si sostituisce, temporaneamente, a uno o più soci non più interessati a proseguire l'attività.

Scouting

È l'attività di ricerca e cernita di nuove imprese dal forte potenziale di sviluppo. Può essere svolta direttamente dai venture capitalist, oppure da società apposite che fungono da tramite tra le imprese nascenti e i portatori di capitale, fungendo da ponte tra la startup ed il potenziale investitore.

Seed financing

Investimento nella primissima fase di sperimentazione dell'idea di impresa, quando è ancora da dimostrare la validità tecnica del prodotto/servizio.

Spin off

Creazione di una società indipendente ed autonoma, derivante dallo scorporo di uno o più determinati rami d'azienda (spin-off industriale) ovvero di uno o più prodotti derivanti dall'attività di ricerca (spin-off di ricerca, o accademico).

Start up financing

Investimento finalizzato all'avvio di un'attività imprenditoriale, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo.

**Turnaround
financing**

Operazione con la quale un investitore nel capitale di rischio acquisisce un'impresa in dissesto finanziario, al fine di ristrutturarla e renderla nuovamente profittevole.

10 BIBLIOGRAFIA

AIFI (2011), *Libro bianco – Proposte per lo sviluppo del venture capital in Italia*, <http://www.aifi.it/IT/PDF/Pubblicazioni/LibriBianchi/AIFI-Libro-Bianco2011.pdf>

Banca d'Italia Questioni di Economia e Finanza - Occasional Paper della Banca d'Italia su *"Il private equity in Italia"* del febbraio 2009

Commissione Europea (2013) Documento dei servizi della Direzione Generale Concorrenza contenente il progetto di orientamenti dell'Unione europea sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio.

Commissione Europea (2012), *Revision of the State aid rules for SME access to risk finance*, http://ec.europa.eu/competition/state_aid/modernisation/risk_capital_issues_paper_en.pdf

Commissione Europea - Documento di Lavoro dei Servizi della Commissione *"Sintesi della Valutazione d'Impatto"* che accompagna il documento *"Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai Fondi europei di venture capital"* COM (2011) 860 definitivo; SEC (2011) 1515 definitivo

Commissione "Europa 2020 - Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva", COM (2010) 2020 definitivo, del 3.3.2010

Comunicazione della Commissione *"Tabella di marcia verso un'Europa efficiente nell'impiego delle risorse"*, COM(2011) 571 definitivo del 20.9.2011.

Comunicazione della Commissione *"Pensare anzitutto in piccolo" (Think Small First), Uno "Small Business Act" per l'Europa*, COM (2008) 394 definitivo del 25.6.2008.

Comunicazione della Commissione *"L'Atto per il mercato unico, Dodici leve per stimolare la crescita e rafforzare la fiducia "Insieme per una nuova crescita"*", COM(2011) 206 definitivo del 13.1.2011.

Comunicazione della Commissione *"Un piano d'azione per migliorare l'accesso delle PMI ai finanziamenti"*, COM (2011) 870 definitivo del 7.12.2011

Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010, GU L 174 dell'1.7.2011

Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (2011), *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fondi europei di venture capital COM(2011) 860 definitivo - 2011/0417 (COD) (2012/C 191/13), C 191/72, 29/6/2012.*

Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (2013), *Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il venture capital*, L 115/1, 25/4/2013.

Regolamento (CE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2013, relativo ai fondi europei per il venture capital, GU L 115 del 25.4.2013

11 LETTURE SUGGERITE

NORMATIVA SUL CAPITALE DI RISCHIO

1. ORIENTAMENTI COMUNITARI SUGLI AIUTI DI STATO DESTINATI A PROMUOVERE GLI INVESTIMENTI IN CAPITALE DI RISCHIO NELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE (2006/C 194/02)
2. COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE RECANTE MODIFICA DEGLI ORIENTAMENTI COMUNITARI SUGLI AIUTI DI STATO DESTINATI A PROMUOVERE GLI INVESTIMENTI IN CAPITALE DI RISCHIO NELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE;
3. AIUTO DI STATO N. N 304/2007 – ITALIA REGIME DI AIUTI A FAVORE DEL CAPITALE DI RISCHIO;
4. LINEE GUIDA PER L'ATTUAZIONE DA PARTE DI AMMINISTRAZIONI E ALTRI SOGGETTI DIVERSI DAL MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO DEL REGIME DI AIUTI A FAVORE DEL CAPITALE DI RISCHIO N 304/07, SECONDO QUANTO PREVISTO DALL'ARTICOLO 12 DEL DM 21 APRILE 2010, N. 101.
5. AIUTO DI STATO N 722/2009 - ITALIA (REGIONE LAZIO) REGIME DI AIUTO A FAVORE DEL CAPITALE DI RISCHIO (FONDO DI CAPITALE DI RISCHIO POR I.3 LAZIO)
6. AIUTO DI STATO N. SA 34006 (2011/N) - ITALIA (REGIONE BASILICATA) - (FONDO REGIONALE DI VENTURE CAPITAL)
7. DL_181012_179_START_UP_INNOVATIVE
8. RISK_CAPITAL_DRAFT_GUIDELINES_IT_2013
9. DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE AIUTI DI STATO DESTINATI A FAVORIRE L'ACCESSO DELLE PMI AL CAPITALE DI RISCHIO

REPORT, ANALISI E RICERCHE SUL CAPITALE DI RISCHIO

10. FONDO ITALIANO D'INVESTIMENTO RELAZIONE SULL'ATTIVITÀ SVOLTA AL 31 DICEMBRE 2012
11. 100+ INDIRIZZI PER CHI FA STARTUP IN ITALIA
12. BANCA D'ITALIA QUESTIONI DI ECONOMIA E FINANZA (OCCASIONAL PAPERS) IL PRIVATE EQUITY IN ITALIA – 2009
13. VENTURE CAPITAL MONITOR RAPPORTI ITALIA 2010 E 2011
14. DELOITTE ITALY PRIVATE EQUITY CONFIDENCE SURVEY - 2011
15. SURVEY AIFI – PRICEWATERHOUSECOOPERS IL MERCATO ITALIANO DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL NEL 2011

16. THE GLOBAL VENTURE CAPITAL AND PRIVATE EQUITY COUNTRY ATTRACTIVENESS INDEX – 2011 ANNUAL
17. BANCA D’ITALIA: QUESTIONI DI ECONOMIA E FINANZA (OCCASIONAL PAPERS): IL PRIVATE EQUITY IN ITALIA: UNA ANALISI SULLE “IMPRESE TARGET” – LUGLIO 2011
18. AIFI ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL: IL PRIVATE EQUITY NEL NUOVO ASSETTO DELL’ECONOMIA ITALIANA - CONVEGNO ANNUALE 2012
19. EVCA YEARBOOK 2012: ACTIVITY DATA ON FUNDRAISING, INVESTMENTS AND DIVESTMENTS BY PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL FIRMS IN EUROPE
20. LIBRO BIANCO - PROPOSTE PER LO SVILUPPO DEL VENTURE CAPITAL IN ITALIA - A CURA DELLA COMMISSIONE VENTURE CAPITAL AIFI
21. L’IMPATTO ECONOMICO DEL PRIVATE EQUITY E DEL VENTURE CAPITAL IN ITALIA MARZO 2012 – PWC
22. GUIDA PRATICA AL CAPITALE DI RISCHIO - AIFI

12 ALLEGATO 1 - LA NOTA METODOLOGICA

13 ALLEGATO 2 - LA LISTA DELLE PERSONE INTERVISTATE

I referenti di Zernike Meta Venture -soggetto gestore del Fondo

- Dr.ssa Francesca Natali
- Dr. Andrea Caddeo

I referenti delle imprese oggetto del finanziamento

- Dott. Gabriele Del Sorbo - S5Tech
- Dott. Francesco Baschieri - Spreaker
- Dott. Claudio Semeraro - Pharmeste
- Dott. Sebastiano Zannoli - Angiodroid

I testimoni privilegiati

- Dr. Massimiliano Magrini, co-founder e managing partner di United Ventures
- Dr. Raffaele Ricciuti Amministratore Unico di Sviluppo Basilicata.
- Dr. Luigi Tommasini, senior partner di Fondo Italiano d'Investimento

14 ALLEGATO 3 – I DOCUMENTI ANALIZZATI

- Relazione periodica redatta a novembre del 2011,
- Relazione del I semestre 2012 presentata a Luglio 2012
- Relazione del II semestre 2012 presentata a Gennaio 2013
- Relazione del I Semestre 2013 presentata a Luglio 2013
- Documento tecnico relativo alla valutazione dei risultati delle politiche di sostegno alle imprese messe in atto nell'ambito del secondo programma delle attività produttive, che ha dedicato un focus alla valutazione di Ingenium I.
- Condomani Srl Presentazione investimento al Comitato Consultivo della Regione Emilia Romagna
- Midnight Call Srl Presentazione investimento al Comitato Consultivo della Regione Emilia Romagna
- Kippy S.r.l. Presentazione investimento al Comitato Consultivo della Regione Emilia Romagna
- Mind Seeds Laboratories Presentazione investimento al Comitato Consultivo della Regione Emilia Romagna
- Eugea Srl Presentazione investimento al Comitato Consultivo della Regione Emilia Romagna
- Mperience Presentazione investimento al Comitato Consultivo della Regione Emilia Romagna
- Angiodroid Presentazione investimento al Comitato Consultivo della Regione Emilia Romagna
- Fondo Ingenium Approfondimenti sulle tipologie investimenti dei Fondi Ingenium vs. altri operatori di mercato Report di Zernike Meta Venture