

**AIFI**

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital

# MANIFESTO

PROPOSTA PER SOSTENERE  
LA NASCITA E LO SVILUPPO  
DI NUOVE IMPRESE HIGH TECH

**INDICE**

PREMESSA .....	3
1. L'HIGH-TECH IN ITALIA .....	4
1.1 LA PRODUZIONE DI RICERCA.....	4
1.2 DALLA RICERCA ALL'IMPRESA .....	6
1.3 LE CAUSE DEL RITARDO.....	9
2. IL CONTRIBUTO DEL VENTURE CAPITAL A FAVORE DELL'INNOVAZIONE TECNOLOGICA.....	12
3. ALCUNE INIZIATIVE A SOSTEGNO DEL VENTURE CAPITAL PER L'INNOVAZIONE TECNOLOGICA.....	17
4. LA PROPOSTA AIFI.....	23
4.1 INTRODUZIONE.....	23
4.2 LA PROPOSTA AIFI IN SINTESI.....	24
4.3 LA PROPOSTA AIFI IN DETTAGLIO.....	25

---

## PREMESSA

La sempre maggiore importanza che l'evoluzione dello sviluppo tecnologico ha assunto nella dinamica dei processi di crescita economica, unitamente allo straordinario rilievo e diffusione che la stessa ha mostrato a livello mondiale, hanno portato tra i principali obiettivi del Governo, delle Istituzioni e all'attenzione dell'opinione pubblica in generale, un tema che non appartiene alla tradizione culturale del nostro Paese.

Incentrata su di un modello di forte specializzazione, focalizzato sulla piccola impresa, su produzioni ad alta intensità di lavoro poco qualificato e su innovazioni di carattere incrementale, l'Italia mostra oggi forti difficoltà a confrontarsi con l'accelerazione del cambiamento tecnologico che porta l'innovazione a divenire sempre più spesso radicale e discontinua e che, proprio nei passaggi di maggior discontinuità, genera maggior valore.

I fattori socio-economici che incidono ed influenzano la competitività di un Paese sono sicuramente molteplici, ma è evidente come nei Paesi sviluppati la capacità di innovazione tecnologica rivesta un ruolo fondamentale a livello sia micro che macroeconomico. A questo proposito, i dati parlano chiaro: la quota di mercato dell'Italia sul commercio mondiale è scesa di un punto percentuale negli ultimi otto anni, con una accelerazione nel corso del triennio 2001-2003 (-0,4%).

L'Italia perde di competitività proprio in quei settori in cui il livello di produttività non è sufficientemente elevato per compensare lo svantaggio in termini di costi operativi rispetto ai Paesi emergenti, dove, il costo del lavoro è nettamente inferiore rispetto ai Paesi industrializzati.

Se da un lato, in questi settori si assiste ad una inevitabile concentrazione dei processi di delocalizzazione, parte integrante della competizione in un'economia globale; dall'altro, per i sistemi sviluppati diviene obbligatorio puntare sull'innovazione, favorendo le produzioni che i Paesi con un basso costo del lavoro non sono in grado di realizzare.

Alla luce di tali considerazioni, è quindi chiaro che risulta inevitabile accelerare la transizione dalla tradizionale economia industriale all'economia della conoscenza, incentrata sull'alta tecnologia e servizi.

Consapevole della necessità e della portata del cambiamento, l'Associazione Italiana del Private Equity e del Venture Capital (AIFI), che da anni ha sviluppato un'intensa attività di dialogo con le Istituzioni governative, legislative, regolamentari e di vigilanza, intende, con questo documento, presentare le proprie considerazioni al fine di contribuire alla realizzazione di un'economia basata sulla conoscenza, così come auspicato dal Consiglio Europeo di Lisbona.

## 1. L'HIGH-TECH IN ITALIA

### 1.1 La produzione di ricerca

L'Italia continua a soffrire di un pesante ritardo nella ricerca e nell'innovazione. Tale distanza rispetto alle altre economie avanzate, sembra incrementarsi sia nella quantità di risorse finanziarie investite, sia nel numero di addetti e di risultati dell'attività innovativa.

Per quanto riguarda la spesa in Ricerca e Sviluppo (R&S) in relazione al Pil, nel 2001 l'Italia ha speso solo l'1,11% contro l'1,98% della media Ue (Tabella 1.1.1). Percentuale comunque bassa se rapportata al 3,08% del Giappone e al 2,74% degli Stati Uniti, paesi in cui la dimensione dell'intervento pubblico nel campo della ricerca è molto meno marcata rispetto al continente europeo.

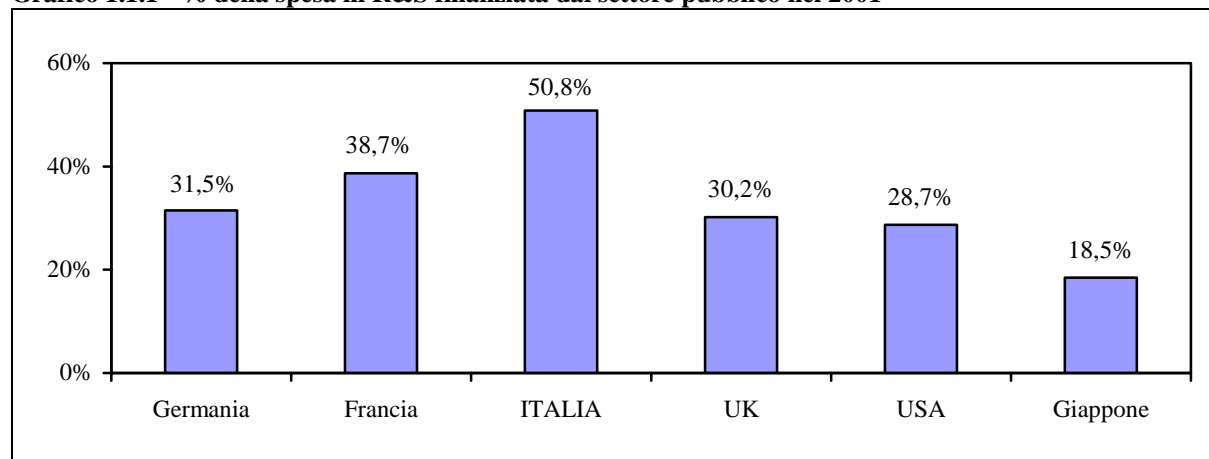
**Tabella 1.1.1 – Evoluzione della spesa in ricerca in % rispetto al Pil nelle maggiori economie mondiali**

	Ue – 15	Germania	Spagna	Francia	ITALIA	UK	USA	Giappone
<b>2001</b>	1,98	2,51	0,95	2,23	<b>1,11</b>	1,89	2,74	3,08
<b>1998</b>	1,88	2,31	0,89	2,17	<b>1,07</b>	1,81	2,60	2,94
<b>1995</b>	1,89	2,26	0,81	2,31	<b>1,00</b>	1,97	2,51	2,89

Fonte: Eurostat, NewCronos, Database

In particolare, l'intervento pubblico in Italia è al vertice della classifica europea: il Governo centrale finanzia il 50,8% della ricerca (Grafico 1.1.1), a fronte del 43% degli investimenti riconducibile al sistema delle imprese, nettamente inferiore al 56,3% della media dei quindici dell'Ue. Tuttavia questo dato può nascondere il fenomeno della cosiddetta "innovazione sommersa". Spesso, infatti, le spese che le imprese sostengono per la realizzazione di progetti di R&S vengono incluse tra le spese correnti, nonostante dovrebbero essere a pieno titolo inserite nella voce degli investimenti fissi.

**Grafico 1.1.1 - % della spesa in R&S finanziata dal settore pubblico nel 2001**



Fonte: Unioncamere – Rapporto Italia 2004

All'interno del nostro Paese, è la Regione Lazio, con una quota del 2,15%, a guidare la classifica degli investimenti (pubblici e privati) in R&S in percentuale del Pil regionale, seguita dal Piemonte (1,68%) e dal Friuli (1,33%). Fanalino di coda di questa classifica è la Regione Calabria, con il solo 0,29% di investimenti in R&S in rapporto al Pil. Ad ulteriore conferma della elevata spesa pubblica in R&S, è significativo segnalare che, fatta eccezione per il Piemonte, la Lombardia e la Valle d'Aosta, gli investimenti pubblici in percentuale del Pil regionale risultano essere superiori agli investimenti di matrice privata.

Sul versante della spesa in R&S (pubblica e privata) in valori assoluti, è invece la Lombardia a guidare la classifica italiana. Con un ammontare superiore a 3 miliardi di Euro

investiti nel 2001, nella stessa Regione la spesa in R&S risulta essere pari al 39,7% del totale investito in tutto il Nord Italia nello stesso anno e superiore di circa il 35% rispetto all'investimento complessivo realizzato nel Sud e le Isole.

Con riferimento alla percentuale di investimenti in R&S realizzati dalle imprese, risulta necessario effettuare delle analisi più approfondite relative alle dimensioni e alla localizzazione geografica delle stesse.

In primo luogo, si evidenzia come le piccole e medie imprese (PMI) risultano essere meno dinamiche sull'innovazione rispetto alle imprese di maggiori dimensioni. Le prime, fanno innovazione di processo e di prodotto nel quotidiano, con una strategia di miglioramento incrementale legata alla profonda conoscenza del prodotto e del mercato; nelle seconde, invece, la ricerca è formalizzata. Alla ricerca sono destinate risorse specifiche e, solo dopo aver investito in un progetto e averne sperimentato i risultati, questi vengono incorporati nel processo produttivo o nel prodotto. A tal proposito, una ricerca condotta da Capitalia sulle imprese manifatturiere in Italia, mostra come la spesa per ricerca aumenti al crescere della dimensione aziendale.

In secondo luogo, e con riguardo alla localizzazione geografica delle imprese italiane, si sottolinea l'enorme gap esistente tra la spesa in R&S del settore privato in rapporto al Pil delle Regioni del Nord Ovest e il resto d'Italia (Tabella 1.1.2).

**Tabella 1.1.2 – Spesa in ricerca del settore privato in rapporto al Pil**

Nord - Ovest	Nord - Est	Centro	Sud e Isole
0,9	0,4	0,4	0,2

Fonte: Banca d'Italia su dati Eurostat

Tale differenza si traduce inevitabilmente in un saldo negativo della bilancia dei pagamenti della tecnologia (Bpt), proprio nelle regioni in cui le risorse finanziarie destinate all'attività di R&S risultano essere inadeguate rispetto alla domanda di tecnologia delle imprese (Tabella 1.1.3).

In generale, la bilancia dei pagamenti della tecnologia mette in evidenza un saldo negativo complessivo, a livello nazionale, pari a circa 17 milioni di Euro, a dimostrazione che la domanda di tecnologia delle imprese italiane viene per lo più soddisfatta dal mercato estero. Tali considerazioni assumono, come accennato in precedenza, delle sfumature diverse sulla base del territorio di localizzazione dell'impresa che "acquista tecnologia", dal momento che il saldo delle regioni nord occidentali risulta ampiamente positivo, grazie alla capacità di queste regioni di esportare servizi avanzati nel campo dell'*engineering* e della R&S.

**Tabella 1.1.3 – Bilancia dei pagamenti della tecnologia nel 2002 (Euro x 1.000)**

	Nord – Ovest	Nord - Est	Centro	Sud e Isole	ITALIA
<b>Incassi</b>	2.093.881	289.524	740.437	39.694	3.163.707
<b>Pagamenti</b>	1.711.655	360.187	1.057.987	47.855	3.180.422
<b>Saldo</b>	<b>382.226</b>	<b>-70.663</b>	<b>-317.550</b>	<b>-8.161</b>	<b>-16.715</b>

Fonte: Unioncamere – Rapporto Italia 2004

Sul versante del numero di addetti in attività di R&S (in percentuale della forza lavoro) lo scenario non cambia. L'Italia occupa l'ultimo posto della classifica presentata nella Tabella che segue, mentre i dati più recenti delle Nazioni Unite, la vedono piazzata al 42° posto per numero di ricercatori in rapporto alla popolazione, dopo Bulgaria e Croazia. Anche la media dell'Unione Europea si posiziona notevolmente al di sotto di Giappone e Stati Uniti, rispettivamente al primo e al secondo posto (Tabella 1.1.4).

**Tabella 1.1.4 – Addetti in attività di R&S in percentuale della forza lavoro**

	Ue – 15	Germania	Spagna	Francia	ITALIA	UK	USA	Giappone
<b>% sul totale Imprese</b>	0,7	0,9	0,3	0,7	<b>0,3</b>	0,6	7,2	6,4
<b>% sul totale Università</b>	0,6	0,5	0,7	0,6	<b>0,3</b>	0,4	4,5	3,4
<b>% sul totale Enti Pubblici</b>	0,2	0,2	0,2	0,2	<b>0,2</b>	0,1	1,3	9,9

Fonte: Elaborazione propria su dati Confindustria

Per un'Italia ricca di grandi scienziati, i dati presentati, oltre a destare serie preoccupazioni, dimostrano che i giovani ricercatori emigrano sempre più all'estero. Così, mentre le altre nazioni competono tra loro per attirare capitali e "cervelli", nel nostro Paese il processo di invecchiamento che caratterizza il mercato del lavoro degli addetti all'attività di R&S è una ulteriore conferma di una riduzione dell'attrattività dell'ambiente da parte dei nostri neolaureati.

In un Paese che possiede solo qualche decennio di vantaggio nella formazione di capitale umano e di conoscenze rispetto ai Paesi emergenti, il rischio è quello di perdere rapidamente il livello raggiunto tra le nazioni industrializzate nel campo della scienza e dell'industria avanzata.

## 1.2 Dalla ricerca all'impresa

All'insufficiente livello di investimenti in R&S è necessario aggiungere la scarsa capacità di valorizzare economicamente la stessa attività di ricerca, attraverso la traduzione delle innovazioni e delle scoperte in prodotti e processi "vendibili".

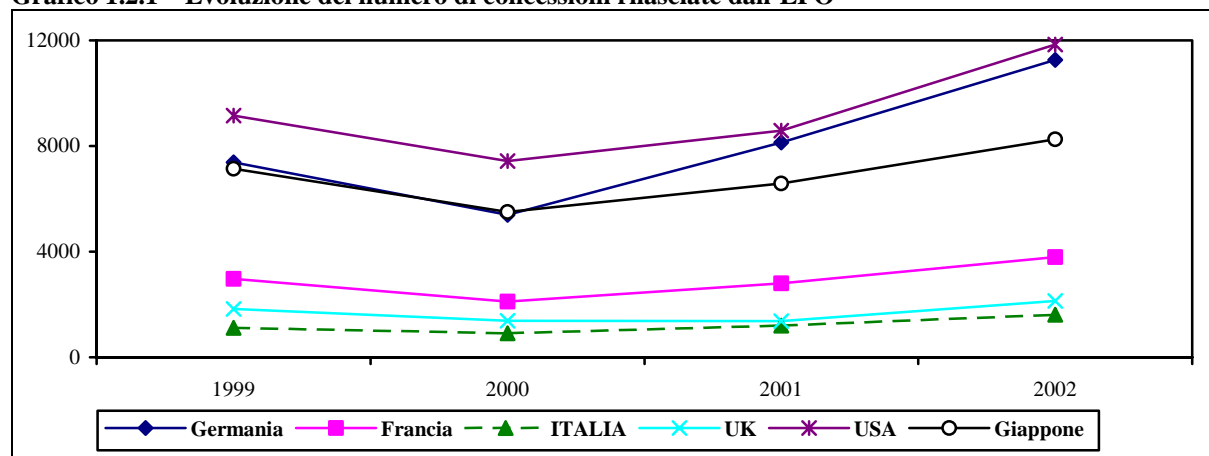
Per fornire una dimensione dell'enorme gap da colmare, è sufficiente considerare che negli ultimi dieci anni sono state presentate presso l'EPO (European Patent Office) 101 richieste di brevetto dalle Università italiane e dagli enti pubblici di ricerca; un numero modesto se confrontato con le 432 domande presentate presso l'ufficio brevetti statunitense dalla sola Università della California nel 2001.

Le richieste di brevetti pervenute all'EPO e allo United States Patent Office (USPO) rappresentano un valido indicatore per misurare la capacità di ogni provincia europea nel contribuire all'innovazione tecnologica e allo sviluppo dei processi di conoscenza. I dati raccolti evidenziano e confermano una scarsa rilevanza numerica delle invenzioni italiane in Europa e nel mondo, mentre privilegiano i Paesi scandinavi e del centro Europa.

Con appena 32 brevetti per milione di abitanti depositati nel 2000 all'Ufficio brevetti statunitense, l'Italia si trova al fondo della classifica degli stati membri dell'Unione Europea, il cui indice era pari a 73,8 nello stesso anno, superiore cioè di circa il 130%. Il divario è ancora più schiacciante se si esaminano i dati statunitensi e giapponesi che, nel 2000, registravano rispettivamente 313 e 250 brevetti per milione di abitanti.

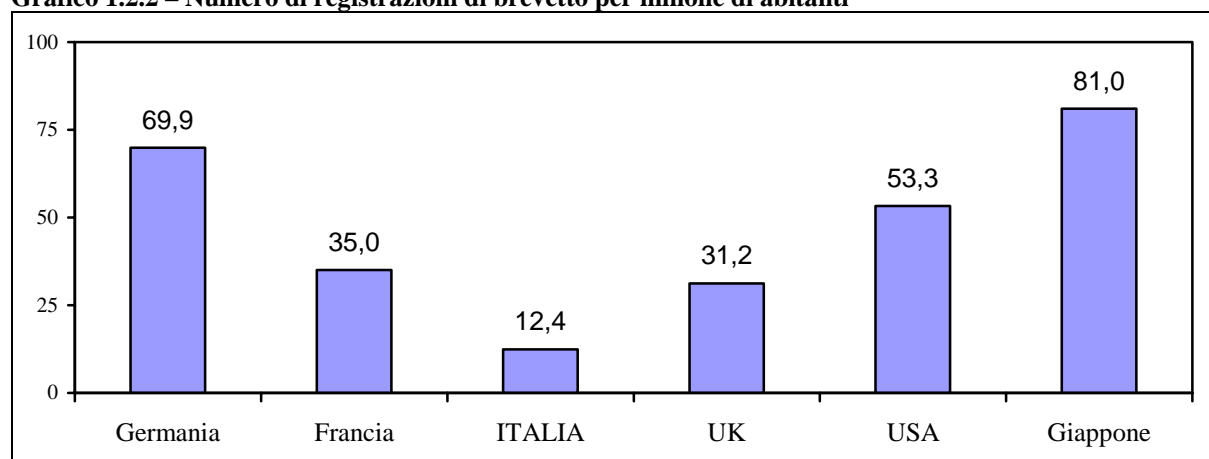
Se invece di questo indicatore si considera quello relativo al numero di concessioni rilasciate dall'EPO per Paese, la tendenza non cambia (Grafico 1.2.1). Nonostante l'incremento del 45% nel numero di concessioni fatto registrare tra il 1999 e il 2002, l'Italia si conferma all'ultimo posto della classifica con una percentuale media del 3,3% e del 6,5% rispettivamente sul totale mondiale ed europeo nel corso del periodo di riferimento.

La classifica all'interno dell'Unione Europea è guidata dalla Germania, con una quota del 44% sul totale delle concessioni rilasciate dall'EPO nel 2002, seguita a notevole distanza dalla Francia (15%) e dal Regno Unito (8%).

**Grafico 1.2.1 – Evoluzione del numero di concessioni rilasciate dall'EPO**

Fonte: European Patent Office

Anche sul fronte della percentuale di registrazioni di brevetto per milione di abitanti, i dati dell'EPO posizionano l'Italia tra i Paesi fanalino di coda in Europa (Grafico 1.2.2).

**Grafico 1.2.2 – Numero di registrazioni di brevetto per milione di abitanti**

Fonte: European Patent Office

Non molto differente è la distribuzione territoriale dell'indicatore relativo alle richieste di brevetti nei settori ad alta tecnologia. Delle quattro maggiori economie in Europa, solo la Germania registra i livelli più elevati assieme a Svezia e Svizzera. La Francia e il Regno Unito possono essere considerate in linea con la media europea, mentre l'Italia occupa una posizione marginale.

In gran parte dei Paesi dell'Unione, il tasso di crescita dell'indicatore oggetto di analisi è compreso tra il 25% e il 100%; in Italia, lo stesso, ha registrato un incremento del 9,2%. Oltre a tali considerazioni, si ritiene opportuno sottolineare l'elevata concentrazione dei brevetti ad alta tecnologia in poche province che presentano valori molto elevati.

Se da un lato l'utilizzo dello "strumento" del brevetto per misurare il grado di innovazione presenta degli svantaggi (molti di essi, ad esempio, non saranno mai sviluppati commercialmente); dall'altro, è anche vero che il gap del nostro Paese si riflette nell'esportazione dei prodotti ad alta tecnologia (Tabella 1.2.1). Si dimostra, quindi, che il brevetto, oltre ad essere un importante incentivo alla diffusione dell'innovazione tecnologica, rappresenta uno strumento essenziale per la regolazione del mercato e diviene necessario per le imprese che vogliono competere sul mercato internazionale.

**Tabella 1.2.1 – Esportazione dei prodotti per intensità di tecnologia nel 2001 (% sul rispettivo totale manifatturiero)**

	Ue – 15	Germania	Francia	<b>ITALIA</b>	UK	USA	Giappone
<b>High-tech</b>	23,5	20,6	25,4	<b>11,8</b>	40,3	37,9	30,8
<b>Medium high-tech</b>	40,2	51,1	39,8	<b>38,8</b>	33,3	37,1	52,2
<b>Medium low-tech</b>	15,3	14,6	14,7	<b>18,0</b>	11,9	10,6	11,4
<b>Low tech</b>	20,8	13,7	19,7	<b>31,3</b>	13,8	14,3	5,6

Fonte: Eurostat

In Italia l'incidenza dell'esportazione dei prodotti ad elevata tecnologia sul totale manifatturiero è ben al di sotto della media europea (circa 12 punti percentuali) e, rispetto alla stessa, è superiore solo nei comparti caratterizzati da un medio e basso grado di tecnologia.

Effettuando un confronto con il 1992, si evince che nelle maggiori economie europee il rapporto tra l'esportazione di prodotti high tech e il rispettivo totale manifatturiero, ha subito un incremento variabile tra il 6% e il 15%, mentre, nel nostro Paese, la crescita è stata pari all'1,2%. A questo esiguo tasso di sviluppo è inoltre necessario aggiungere che, nel corso dello stesso periodo, l'Italia ha visto ridursi anche l'incidenza delle quote di esportazione dei prodotti medium e low tech.

Se si focalizza l'attenzione dell'analisi all'interno del nostro Paese, si desume facilmente che sono proprio le regioni che indirizzano maggiori risorse verso il finanziamento dell'attività di ricerca, a presentare gli indicatori di innovazione tecnologica più elevati (Tabella 1.2.2).

**Tabella 1.2.2 – Distribuzione di indicatori di innovazione tecnologica nelle regioni italiane**

Nord – Ovest	Nord – Est	Centro	Sud e Isole
Domanda di brevetti totali per milione di forza lavoro			
316,7	299,2	121,2	35,9
Domanda di brevetti high tech per milione di forza lavoro			
34,4	11,3	10,6	5,5
% di occupati nei settori manifatturieri ad elevata tecnologia			
1,5	1,2	0,8	0,6
% di occupati nei settori ad alta tecnologia dei servizi			
3,4	2,7	3,9	2,1

Fonte: Banca d'Italia su dati Eurostat

Il Nord – Ovest, infatti, si conferma senza alcun dubbio la zona più avanzata d'Italia con una richiesta totale di brevetti superiore di circa nove volte rispetto alla domanda registrata nel Sud e le Isole.

Nonostante tale primato, se si confrontano, in termini di indicatori di capitale umano e innovazione, il Nord – Ovest con le prime dieci regioni d'Europa per livello del Pil e per peso del settore manifatturiero, si scopre che la zona più avanzata d'Italia presenta su tutti gli indicatori uno svantaggio superiore al 60%.

Inoltre, si segnala che il divario tra il Nord – Ovest e il resto d'Italia non è proporzionale al corrispondente gap relativo alle percentuali di occupati nei settori ad elevata tecnologia, a conferma della scarsa capacità di valorizzare economicamente l'attività di ricerca. Una maggiore efficienza in questa direzione è stata invece raggiunta dalle regioni del centro che, nonostante il limitato intervento del privato a sostegno della ricerca (0,4% del Pil), presentano



una più elevata percentuale di occupati nei settori ad alta tecnologia dei servizi rispetto al Nord – Ovest.

Alla luce di tali considerazioni, si ritiene che la prima risposta per fronteggiare l'esigenza di qualificazione dell'offerta produttiva e dei servizi non dovrebbe concretizzarsi nell'implementazione di misure destinate al sostegno di aree geograficamente localizzate (Centro, Sud e Isole), bensì, nella realizzazione di iniziative integrate, selettive ed intelligenti che, combinate con un innalzamento della qualità del capitale umano, possano portare ad un effettivo sviluppo della capacità innovativa.

A tal proposito, infatti, gli ultimi dati presentati dal CNEL indicano una percentuale di popolazione con un'istruzione post-secondaria pari al 10,4%, contro una media Ue del 21,5%. Inoltre, si calcola che solo 5,7 abitanti ogni mille, di età compresa tra i 20 e i 29 anni, è laureata in materie scientifiche ed ingegneristiche (11,3 nella Ue).

Sul versante della formazione permanente, i dati evidenziano un coinvolgimento dei cittadini del 4,6%, contro l'8,4% della media europea.

Relativamente al possesso dei computer, solo 19 italiani su 100 ne hanno uno (31% la media europea). Si segnala, comunque, che circa il 50% della popolazione attiva lo utilizza per motivi di lavoro, mentre solo il 18% ha ricevuto una formazione di base, contro il 28% della media europea. Gli esperti calcolano che l'ignoranza informatica degli italiani comporta una perdita complessiva di circa 115 milioni di giornate di lavoro, per un costo complessivo di 15,6 miliardi di Euro.

### **1.3 Le cause del ritardo**

I risultati emersi dall'analisi comparativa dell'infrastruttura scientifica e tecnologica italiana rappresentano sicuramente il punto di partenza per procedere ad individuare le ragioni che rallentano la nascita e lo sviluppo di nuove imprese high tech nel nostro Paese.

La crescita più rapida di alcune economie industrializzate rispetto alla nostra è il risultato di una maggiore efficacia con cui i governi hanno favorito la formazione di una adeguata infrastruttura scientifica e tecnologica, al fine di agevolare un'ampia e rapida utilizzazione da parte del sistema produttivo.

Si tratta di un problema di carattere strutturale che influenza e riduce la capacità di generare innovazione. In quasi tutti i Paesi, infatti, il ruolo delle Università ha subito una profonda trasformazione, evolvendo da quello di pura istituzione erogatrice di conoscenza, verso quello di istituto teso a contribuire alla competitività e allo sviluppo socio-economico.

Il cambio di mentalità richiesto da tale trasformazione è sicuramente molto profondo, ma il ruolo determinante che gli incubatori universitari giocano nel favorire un trend positivo di start up tecnologiche è ampiamente documentato in letteratura, anche se nel corso degli anni Novanta si è assistito all'alternarsi di entusiasmi e disillusioni riguardo al ruolo degli incubatori e dell'attività di incubazione nelle fasi delicate e complesse che contraddistinguono la nascita delle imprese.

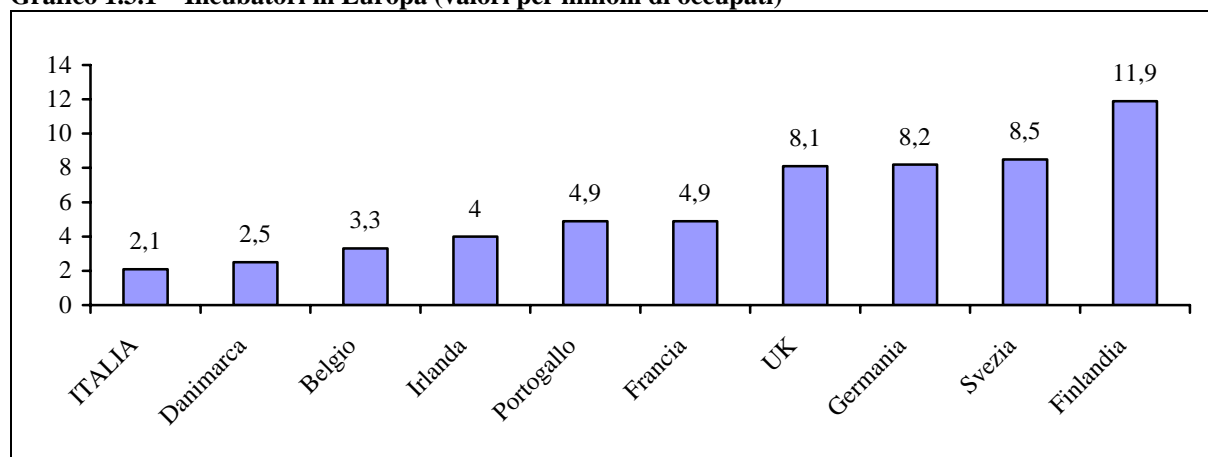
In effetti, le imprese possono nascere e svilupparsi senza il bisogno di essere incubate, ma, in particolare nei casi di imprese high tech, la presenza di attività strutturate e formali di incubazione facilita e accelera il processo di crescita.

Negli Stati Uniti, a titolo di esempio, si è passati dalle circa 20 Università dotate di un centro di trasferimento tecnologico nel 1980, alle 200 nel 1990 mentre, nel 2000, ogni Università di rilievo ne possedeva uno. Questo incremento, favorito da un adeguato contesto

normativo<sup>1</sup>, si è tradotto nella concessione in licenza di circa il 60% dei brevetti depositati, di cui il 67% per imprese con meno di 500 dipendenti o start-up. Nel 2001 sono stati realizzati circa 500 spin-off accademici, l'84% dei quali nella regione in cui è stata sviluppata la tecnologia.

In Italia il numero degli incubatori per milioni di occupati è pari a 2,1, contro l'11,9 della Finlandia e una media registrata dalle maggiori economie europee superiore a 7 (Grafico 1.3.1). Le risorse destinate alla ricerca (in rapporto al Pil) sono nettamente inferiori rispetto alla spesa degli altri Paesi industrializzati e, a fronte di una media Oecd del 27,7%, il 50,8% della stessa è finanziata dal settore pubblico.

**Grafico 1.3.1 – Incubatori in Europa (valori per milioni di occupati)**



Fonte: Ue

Problemi di struttura, di quantità e di qualità della spesa in R&S, non favoriscono, dunque, la formazione di un modello di “ricerca per il mercato”, ma lo sviluppo di un sistema di “ricerca per la ricerca”.

Di fatto, emerge chiaramente una eccessiva focalizzazione sulla ricerca di base che ci distanzia notevolmente dai Paesi in cui il network tra mondo della ricerca, mondo della finanza e imprenditorialità è ben più saldo.

Queste considerazioni giustificano, da un lato, l'assenza di un ecosistema high tech, dall'altro, l'elevato grado di produttività di output scientifici (pubblicazioni) di origine italiana. Tale indicatore premia l'elevata qualità del sistema ricerca, ma è poco significativo ai fini della valutazione dell'impatto sulla competitività industriale del nostro Paese, in quanto la pubblicazione non produce un vantaggio competitivo nel mondo produttivo, a causa del carattere “pubblico” e del conflitto temporale con la brevettazione che la contraddistingue.

Diviene quindi prioritario avviare un'inversione di tendenza, tesa soprattutto a supportare la ricerca applicata e i processi di trasferimento tecnologico verso le imprese, considerati fondamentali per la competitività dell'Italia che necessita di nuovi prodotti ad elevato valore aggiunto per sostenere e creare nuove imprese.

Si tratta di una condizione necessaria al fine di ampliare anche gli spazi di intervento dei *venture capitalists* che, alla luce degli importanti risultati raggiunti nei Paesi caratterizzati da una forte presenza di tale tipologia di operatori, rappresentano delle figure indispensabili per sostenere la nascita e lo sviluppo di imprese high tech.

In Italia il settore della finanza straordinaria d'impresa ha una propria storia. Al di fuori delle grandi banche e degli operatori ad esse collegati, è sempre stata un'area difficile per un

<sup>1</sup> In questo caso ci si riferisce al Bayh-Dole Act emanato nel 1980 negli Stati Uniti d'America.

---

sistema imprenditoriale strettamente legato alla proprietà familiare e, quindi, tradizionalmente restio all'apertura del capitale a favore di operatori specializzati.

Negli anni Ottanta e Novanta, alcuni operatori, in assenza di una chiara e fiscalmente favorevole legislazione sui fondi chiusi di investimento, cominciarono ad operare attraverso strutture giuridiche e finanziarie "paneuropee", favorendo la nascita di numerose iniziative imprenditoriali che altrimenti si sarebbero spostate all'estero esportando ulteriore intelligenza e competitività dall'Italia.

Nello specifico, quando si parla di investimenti finanziari in imprese high tech, è necessario essere consapevoli che un quadro normativo, regolamentare e fiscale non favorevole limita le opportunità di sviluppo di imprese innovative e, di conseguenza, l'implementazione di un mercato finanziario che favorisca l'accesso al capitale di rischio finalizzato alla promozione di nuove iniziative.

A tal proposito, è sufficiente far riferimento alla normativa italiana sui fallimenti. Se già le operazioni di finanza straordinaria costituiscono un'attività difficile e pericolosa nelle aziende tradizionali, si pensi quali difficoltà comporta investire in imprese costruite sulla fiducia nei business plan di gruppi di giovani ricercatori, oppure su prospettive di mercato interessanti per una diversificazione o uno spin-off da imprese esistenti; il tutto, in un Paese dove la ricerca presenta i problemi e i limiti sopra citati.

Tali considerazioni consentono di dimostrare che l'assenza di un ecosistema high tech, non agevolando la nascita di nuove imprese ad elevato contenuto tecnologico, contribuisce a mantenere limitato l'interesse verso l'Italia da parte dei *venture capitalist* che, per le caratteristiche peculiari della loro attività, si trovano già "costretti" ad affrontare l'elevato rischio insito nelle fasi finali della ricerca applicata e nei processi di industrializzazione e lancio di un nuovo prodotto.

## 2. IL CONTRIBUTO DEL VENTURE CAPITAL A FAVORE DELL'INNOVAZIONE TECNOLOGICA

Il *venture capital*, attraverso l'*early stage financing*<sup>2</sup>, rappresenta la forma tecnica di investimento maggiormente impiegata, a livello internazionale, per garantire la nascita di imprese ad alta tecnologia.

Sul fronte produttivo, è stato evidenziato che il tasso di cambiamento tecnologico negli ultimi vent'anni si è ridotto a cicli di durata molto breve, spesso addirittura infrannuali. Per inseguire questo rapido tasso di innovazione tecnologica è necessario disporre di un ambiente economico d'impresa flessibile e pronto a cogliere o, addirittura, anticipare, il cambiamento. Tutto ciò, per chi crea tecnologia, si traduce nella necessità di "cogliere l'attimo" potendo fruire delle risorse giuste (finanziarie, manageriali, di marketing, ecc.), al momento giusto.

Per facilitare la nascita di nuove imprese ad alta tecnologia è possibile, tecnicamente, seguire numerosi percorsi alternativi; tuttavia, analizzando le esperienze estere più significative (USA, Canada, Israele, ecc...), sembra chiaro che il felice connubio tra finanza, ricerca e imprenditoria realizzato attraverso l'attività di ricerca, valutazione e selezione dei progetti per opera dei *venture capitalist*, rappresenta la strada più efficace per accelerare la crescita tecnologica.

A tal proposito, si evidenzia che nell'ambito di un'ideale struttura finanziaria connessa alla nascita di imprese ad alto contenuto tecnologico, la presenza di capitale di rischio apportato da investitori finanziari specializzati ben si sposa con l'elevata rischiosità implicita nel progetto imprenditoriale stesso. Tali capitali sono, infatti, alla ricerca di opportunità di rendimento elevate, alle quali si collegano, spesso più che proporzionalmente, elevati livelli di rischio.

Quello che si intende sottolineare è che l'attività di investimento nelle prime fasi di vita dell'impresa trova il massimo livello di efficacia quando l'impresa da finanziare è ad alta tecnologia. Ciò avviene per una serie di motivi molto semplici.

L'investitore si aspetta rendimenti elevati a fronte di rischi elevati. Considerando che il veicolo di guadagno per un *venture capitalist* è rappresentato dal *capital gain*, è evidente che per ottenere elevati rendimenti, tra il momento dell'investimento e quello del disinvestimento, la partecipazione deve subire un notevole incremento di valore. Incrementi di valore così consistenti possono essere oggi realizzati solo su business che presentano opportunità di crescita estremamente elevate che possono essere riscontrate principalmente nelle imprese ad alta tecnologia.

Un ulteriore elemento di analisi è legato al fattore "tempo". I *venture capitalist* che coprono il segmento dell'*early stage financing*, generalmente non immobilizzano capitali per periodi di tempo superiori ai 3/5 anni. Se l'orizzonte temporale dell'investimento è orientato al medio termine, ciò significa che il rendimento deve realizzarsi in tale periodo. Ancora una volta, la tipologia di imprese con maggiori probabilità di ottenere rapidi ed elevati tassi di sviluppo è rappresentata da quelle operanti nei settori high tech.

Inoltre, sotto il profilo operativo, si sottolinea che il contributo degli investitori non si esaurisce esclusivamente nell'apporto di capitali freschi.

---

<sup>2</sup> L'*early stage financing* si divide in tre sotto categorie di investimento: *seed*, *start up* e *first stage financing*.

Soprattutto le operazioni di *start up* richiedono grandi competenze aziendali che devono essere trasmesse all'imprenditore per supportarlo nell'implementazione di una formula imprenditoriale efficace per consolidare o, addirittura, formare una chiara visione del business e del mercato di riferimento.

Spesso, e soprattutto nei settori ad elevato contenuto tecnologico, il neo-imprenditore ha un *background* tecnico o scientifico, non avendo, dunque, quella conoscenza del sistema imprenditoriale necessaria per avviare un'impresa. L'investitore istituzionale mette a disposizione dell'imprenditore il suo network di conoscenze, le sue consolidate capacità manageriali, che diventano ingredienti di un mix composto da capitali e consulenza.

In sintesi, quindi, il *venture capitalist*:

- acquisisce partecipazioni societarie in aziende nuove e a crescita rapida, aventi quindi il potenziale per diventare attori economici significativi;
- assiste le aziende partecipate nello sviluppo di nuovi prodotti e servizi;
- "crea valore" nelle aziende attraverso un attivo coinvolgimento, contribuendo con la propria esperienza, visione e senso pratico del business, acquisiti nel supporto di altre società con simili obiettivi di crescita;
- assume elevati livelli di rischio a fronte di aspettative di elevati ritorni, ovvero la realizzazione di *capital gain* attraverso il disinvestimento dalle iniziative partecipate;
- ha un orientamento di medio-lungo termine (da tre a cinque anni).

Come evidenziato nella sezione precedente, affinché si sviluppi un vero e proprio circolo virtuoso degli investimenti in imprese giovani e innovative devono essere comunque e prioritariamente risolti alcuni problemi di tipo strutturale, di cui il nostro Paese continua a soffrire.

In particolare, in Italia prevale una concezione di ricerca volta al perseguimento di nuove scoperte in campo scientifico (la cosiddetta ricerca di base), trascurando la ricerca applicata, fonte primaria per i progetti innovativi di supporto alle esigenze delle imprese e del mondo produttivo. Mancano, dunque, delle strutture organizzative in grado di concentrare risorse finanziarie e umane nello sviluppo di nuovi prodotti, servizi e processi produttivi.

L'ipotesi di attribuire il compito dello sviluppo e del trasferimento delle nuove tecnologie esclusivamente a soggetti privati deve essere scartata a priori: il finanziamento di idee innovative incorpora, infatti, un grande livello di rischio. Gli investitori privati del settore del *venture capital* possono sicuramente contribuire a favorire lo sviluppo di imprese ad alta tecnologia, ma non potranno mai, da soli, attivare serbatoi di idee imprenditoriali innovative.

Inoltre, se da un lato è vero che le nostre piccole e medie imprese sono sempre riuscite, talvolta in modo pionieristico, a introdurre efficaci innovazioni di processo, tuttavia tali innovazioni sono sempre state realizzate in imprese appartenenti a settori tradizionali, in cui il vantaggio competitivo si avverte a livello di singola impresa, senza il trasferimento di benefici tangibili sulla collettività.

La creazione di imprese ad alta tecnologia, invece, ha dei risvolti estremamente importanti per tutta la collettività. L'esplosione guidata dal settore high tech, spiega perché gli USA sono stati capaci di sostenere un minore tasso di disoccupazione con una crescita veloce e bassa inflazione. Società come Apple, Federal Express, Compaq, Sun Microsystems, Intel, Microsoft, Genentech, E-bay e Google rappresentano importanti esempi di società che hanno ottenuto investimenti di *venture capital* nella fase iniziale del loro sviluppo.

Alcuni dati sul mercato statunitense<sup>3</sup> danno una chiara indicazione del valore creato da nuove società partecipate da fondi di *venture capital* negli Stati Uniti:

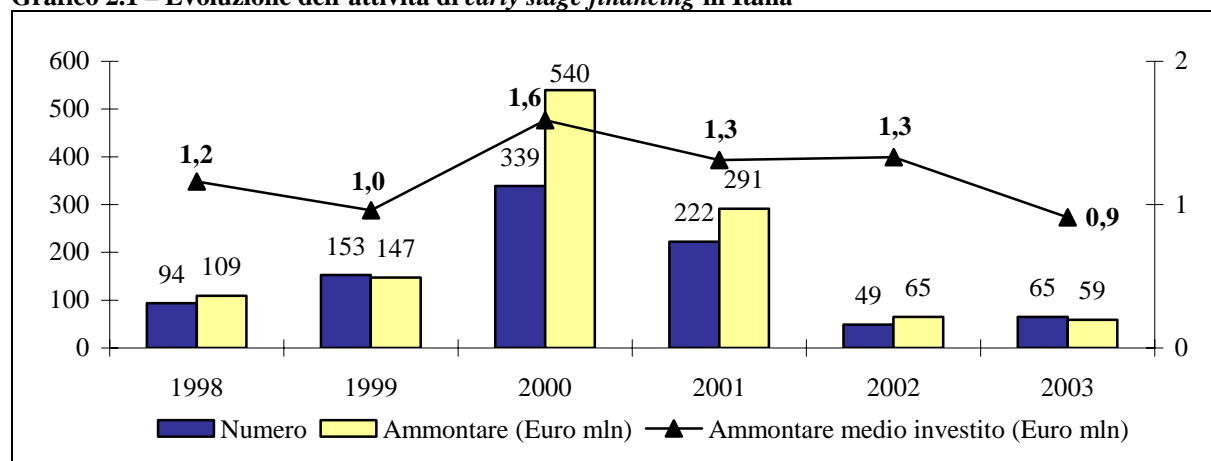
- i miliardi di dollari investiti dal *venture capital* nelle società statunitensi tra il 1970 e il 2000 hanno creato 7,6 milioni di posti di lavoro e 1.300 miliardi di dollari di fatturato;
- alla fine del 2000, il 5,9% dei posti di lavoro in USA e il 13,1% del Pil statunitense è stato creato da società in cui i fondi di *venture capital* avevano investito 273,3 miliardi di dollari;
- per ogni 36.000,00 dollari investiti dal *venture capital* dal 1970 al 2000, esisteva un posto di lavoro nel 2000.

Alla luce di tali risultati, è quindi chiaro che per favorire la costituzione di un *network* che veda al centro il settore del *venture capital*, attorno al quale devono ruotare imprese, centri di ricerca e Università, l'Italia non deve più commettere l'errore di non guardare alle esperienze già realizzate con successo all'estero.

Il *venture capital* è infatti un importante sistema per gestire l'innovazione. Come sostenuto da alcuni dei principali studiosi della materia, l'impatto del *venture capital* sull'innovazione è quattro o cinque volte più esteso della ricerca e sviluppo a livello aziendale. Si tratta di uno strumento che consente l'ottenimento di capitale di rischio, di know-how specialistico, di esperienze gestionali e sinergie (commerciali, tecnologiche ecc...) che l'imprenditore, agendo da solo, difficilmente potrebbe attuare. Tali risorse, conoscenze e contatti ampliano fortemente le possibilità di successo e di sviluppo redditizio della nuova impresa.

In Italia, sull'onda dei successi e dei risultati eclatanti delle aziende operanti nel settore dell'Information Technology in USA, l'attività di *early stage financing* finalizzata alla creazione di nuove aziende, ha conosciuto uno sviluppo significativo tra il 1999 e il 2001 (Grafico 2.1), legato principalmente ai processi di privatizzazione dei mercati, all'apertura della concorrenza nelle telecomunicazioni, alla riduzione del ruolo dominante dei grandi protagonisti del mondo dell'informatica e delle telecomunicazioni, all'avvio del Nuovo Mercato e alle modifiche della normativa societaria e fiscale.

**Grafico 2.1 – Evoluzione dell'attività di *early stage financing* in Italia**



Fonte: AIFI, PwC

Già nel corso del 2000, tuttavia, la crisi dei mercati finanziari ha interessato dapprima le società Internet e, successivamente, il settore delle telecomunicazioni e dell'Information Technology, facendo dimenticare i successi, anche documentati, della seconda metà degli anni Novanta.

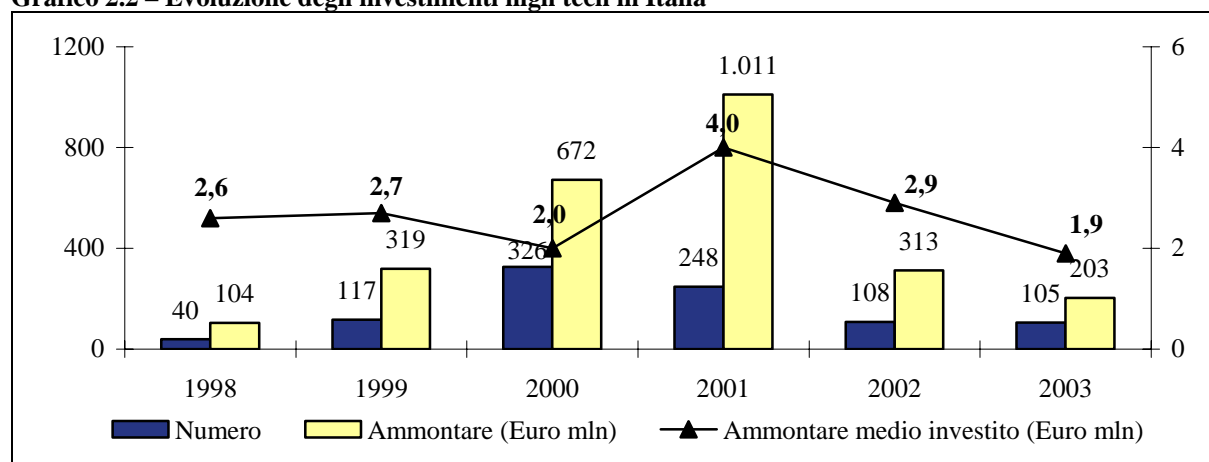
<sup>3</sup> DRY – WEFA, NVCA (ottobre 2001), "Economic impact of venture capital", Washington DC.

Le regole della New Economy, che consentono alle aziende di incrementare la produttività attraverso le innovazioni tecnologiche e, dunque, di operare con una dotazione di capitale inferiore rispetto al passato, avevano generato un eccessivo entusiasmo tra gli investitori.

Tale entusiasmo si è tradotto in una crescita esponenziale del numero di IPO sul Nuovo Mercato e ha spesso riguardato società senza un *business model* consolidato, trasferendo, quindi, il rischio d'impresa sul mercato stesso.

Questa dinamica congiunturale, unita ai problemi di carattere strutturale descritti, ha inevitabilmente portato ad una riduzione delle risorse destinate dai *venture capitalists* per il finanziamento di imprese ad elevato contenuto tecnologico: l'ammontare e il numero di investimenti in imprese high tech nel 2002 è, infatti, sceso al di sotto dei livelli del 1999, confermando un trend negativo anche nel 2003 (Grafico 2.2).

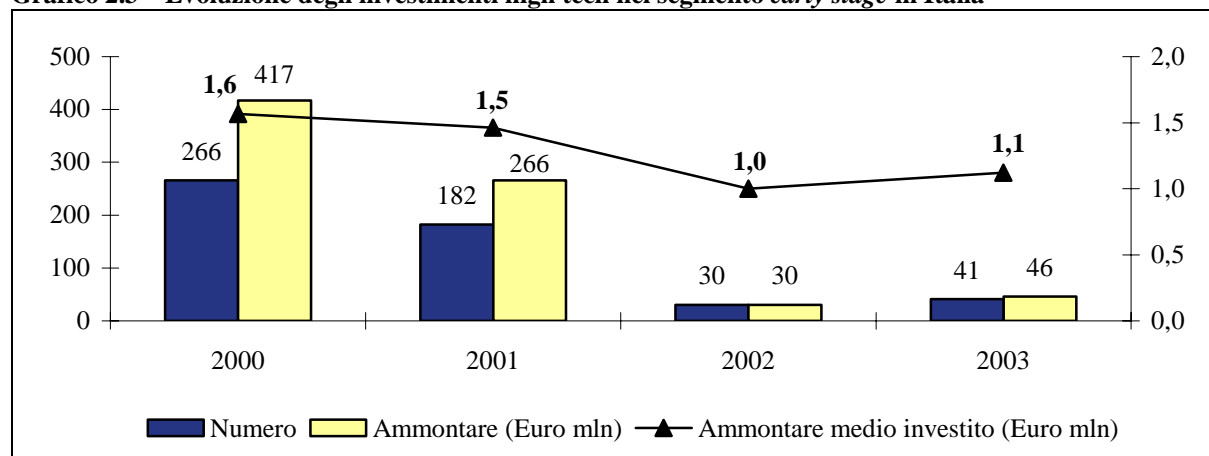
**Grafico 2.2 – Evoluzione degli investimenti high tech in Italia**



Fonte: AIFI, PwC

Nonostante la crisi abbia assunto una natura di carattere prevalentemente finanziario e le nuove tecnologie abbiano mantenuto la capacità di migliorare e sostenere la competitività di un sistema produttivo, in Italia lo scenario ha dunque subito dei sensibili cambiamenti.

**Grafico 2.3 – Evoluzione degli investimenti high tech nel segmento *early stage* in Italia**



Fonte: AIFI, PwC

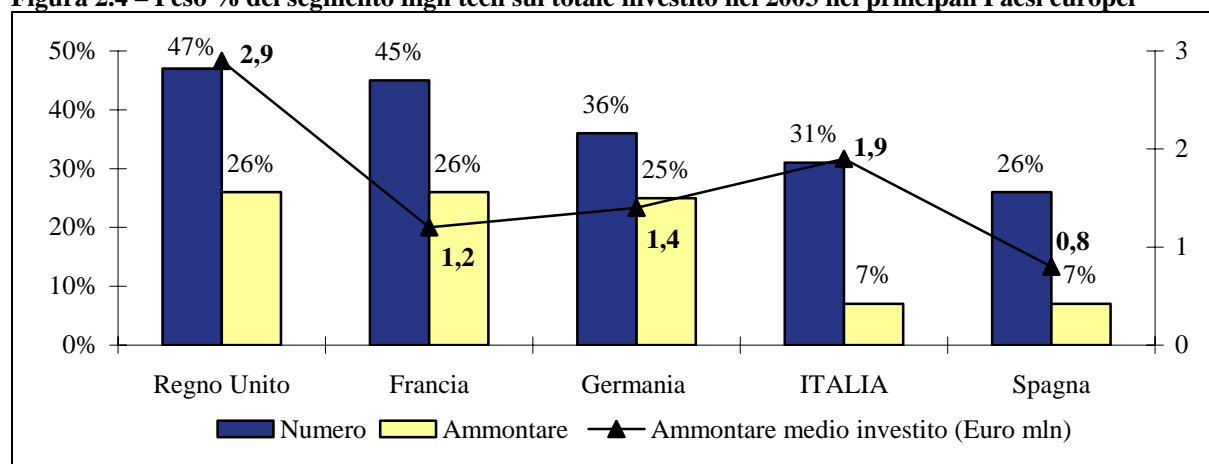
Incrocando le informazioni relative all'evoluzione dell'attività di *early stage* e degli investimenti high tech, si evince che anche l'impegno dei *venture capitalists* per sostenere esclusivamente la nascita di nuove imprese ad elevato contenuto tecnologico si è notevolmente ridotto (Grafico 2.3).

Dai 417 milioni di Euro investiti nel 2000, si è passati ai soli 46 milioni di Euro nel 2003 (-88,9%), mentre il numero di operazioni ha registrato una riduzione pari all'84,5%.

Anche la composizione qualitativa delle tipologie di operatori che realizzano operazioni di *early stage* ha subito profonde modificazioni nel corso del periodo di riferimento. Delle 65 operazioni effettuate nel 2003, il 49,2% è stato realizzato da operatori pubblici (la percentuale era pari al 13,9% nel 2000), seguiti dagli advisor di fondi di venture capital di natura privata che hanno effettuato il 35,4% del totale delle operazioni, a fronte del 56,9% registrato nel 2000.

Il trend negativo che ha interessato il mercato italiano degli investimenti nel capitale di rischio di imprese ad elevato contenuto tecnologico, penalizza notevolmente il nostro Paese anche nel confronto con le maggiori realtà europee (Grafico 2.4). In particolare, il peso percentuale dell'ammontare investito nel 2003, risulta essere inferiore di circa il 20% rispetto alla media registrata in Germania, Francia e Regno Unito.

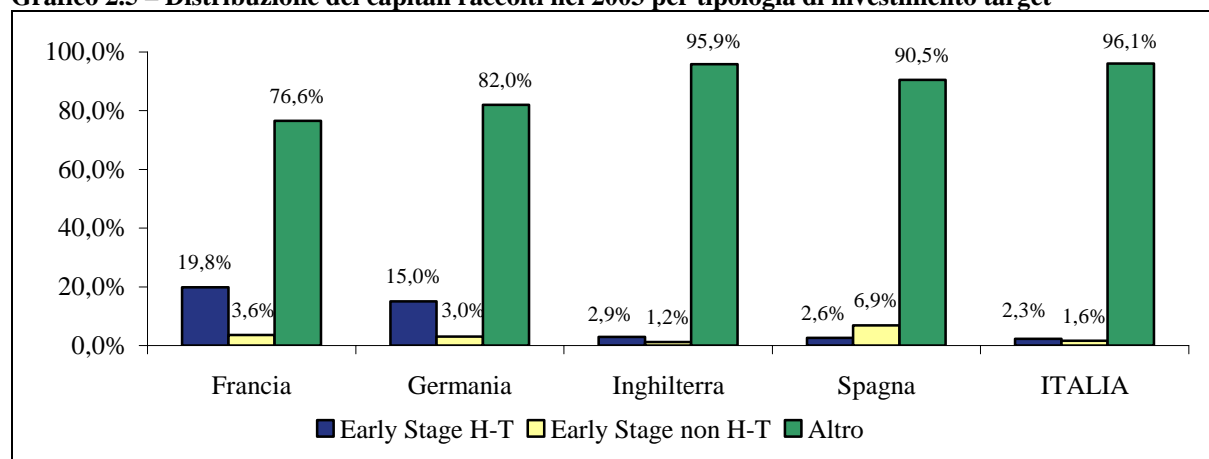
**Figura 2.4 – Peso % del segmento high tech sul totale investito nel 2003 nei principali Paesi europei**



Fonte: AIFI, PwC

Inoltre, anche dalle previsioni circa la distribuzione dei capitali raccolti nel 2003 non emergono segnali positivi. Dei circa 2 miliardi di Euro affluiti al sistema degli investitori indipendenti attivi in Italia, si prevede, infatti, che solo il 2,3% sarà destinato a finanziare la nascita di nuove imprese high tech (quota inferiore rispetto al 7% registrato nel 1998), contro il 15% della Germania e il quasi 20% della Francia (Grafico 2.5).

**Grafico 2.5 – Distribuzione dei capitali raccolti nel 2003 per tipologia di investimento target**



Fonte: AIFI, PwC



### 3. ALCUNE INIZIATIVE A SOSTEGNO DEL VENTURE CAPITAL PER L'INNOVAZIONE TECNOLOGICA

Consapevoli che la validità degli strumenti a supporto del *venture capital* e dell'innovazione tecnologica è funzione dei contesti economici, sociali e culturali di ciascun Paese, l'analisi di alcune delle iniziative e delle esperienze internazionali più significative ha rappresentato il punto di partenza per la predisposizione della proposta presentata nella sezione successiva.

Per tali motivi, sono di seguito sinteticamente illustrate alcune misure che il Governo italiano e i Governi dei Paesi oggetto di questa analisi, hanno adottato al fine di sviluppare l'attività di investimento nel capitale di rischio di giovani imprese innovative.

#### **Stati Uniti – *Small Business Investment Companies Program (SBIC)***

L'agenzia Small Business Administration (SBA) amministra il programma SBIC per l'investimento nel capitale di rischio delle PMI. Avviato nel 1958 attraverso l'emanazione dello *Small Business Investment Act*, ad oggi, rappresenta il più importante provvedimento per il lancio di una stabile attività di investimento nel capitale di rischio di giovani imprese.

Per suo tramite, si prevede la possibilità di creazione di Small Business Investment Company (SBIC), ossia di istituti posseduti da privati (individui e imprese) e regolamentati dal Governo Federale per quanto riguarda le modalità di finanziamento e le politiche di investimento. Relativamente alle modalità di finanziamento, le SBIC hanno accesso a prestiti a tassi agevolati in misura pari a quattro volte il capitale inizialmente apportato; mentre, con riferimento agli investimenti, le risorse devono essere indirizzate verso imprese in fase di avvio.

I fondi sono in parte conferiti dalla SBA e in parte di matrice privata. In particolare, si segnala che durante l'intero periodo di esistenza del programma (1958 – 2002) l'investimento complessivo nel capitale delle PMI, comprese le start up, è stato di 36,5 miliardi di dollari, di cui, 10 miliardi di origine pubblica mentre i rimanenti 26,5 miliardi di natura privata.

I fondi possono finanziare le imprese operanti in tutti i settori che abbiano, per l'80% dei finanziamenti, un utile netto inferiore a 6 milioni di dollari e un fatturato inferiore ai 18 milioni di dollari; mentre, il 20% è indirizzato alle *smaller enterprises* che abbiano un utile netto inferiore ai 2 milioni di dollari e un fatturato massimo di 6 milioni di dollari.

Si calcola che il programma SBIC finanzia mediamente il 64% delle operazioni di investimento nel capitale di rischio di tipo seed e start up.

#### **Francia – *Aide au projet d'innovation***

La misura ha quale obiettivo la condivisione del rischio legato allo sviluppo di un prodotto o di un processo innovativo. Possono beneficiarne tutte le imprese con meno di 2.000 addetti relativamente alle spese sostenute a partire dallo studio di fattibilità sino allo sviluppo del prototipo.

Lo Stato delega il coordinamento del programma all'agenzia per l'innovazione a capitale pubblico (ANVAR) che, per erogare il finanziamento, utilizza due misure:

- finanziamento a tasso zero, per un ammontare massimo del 50% delle spese di progetto che sarà rimborsato dall'impresa solo in caso di successo;

- finanziamento in capitale di rischio in cambio di diritti di opzione (BSA). L'ANVAR finanzia attraverso fondi propri una quota massima del 50% del progetto entrando nel capitale di rischio dell'impresa la quale trasferisce diritti di opzione all'ANVAR. Tali diritti incorporano la facoltà di acquistare le azioni della società partecipata entro un periodo di tempo determinato (generalmente 10 anni) e ad un prezzo prefissato.

Si segnala che la modalità di finanziamento attraverso BSA ha permesso all'ANVAR di effettuare 97 investimenti in 88 società dal 2001 al 2003, per un ammontare complessivo di 38,4 milioni di Euro. La misura è stata apprezzata anche dal mercato degli operatori nel capitale di rischio che, per ogni Euro investito dall'ANVAR, ne hanno investiti 5.

Inoltre, al fine di incentivare lo sfruttamento dei risultati della ricerca pubblica, su iniziativa congiunta dei Ministri della Ricerca, Industria, Economia e Finanza, sono stati creati 30 incubatori di imprese innovative per sostenere lo sviluppo di nuove imprese high tech. Lo stesso strumento prevede una misura finalizzata al finanziamento del capitale di rischio di nuove imprese ad elevato contenuto tecnologico connesse alla ricerca pubblica. Il budget allocato per la misura è pari a circa 23 milioni di Euro ed è finalizzato alla sottoscrizione del patrimonio di alcuni fondi selezionati, in misura pari al 77% per i nazionali e al 20,4% per i regionali. Questi fondi chiusi sono aperti alla partecipazione di investitori privati, realizzando una forma di investimento a capitale misto pubblico-privato.

### **Regno Unito – *Regional Venture Capital Funds, UK Technology Fund, Challenge Fund Scheme***

Al fine di incentivare selezionati *venture capitalists* a finanziare l'attività di ricerca nelle PMI, il Governo britannico, attraverso lo Small Business Service (SBS), co-investe in fondi regionali che operano con criteri commerciali e sono gestiti da Fund Managers indipendenti che prendono tutte le decisioni relative all'investimento e alla sua struttura.

I Fondi Regionali per il Venture Capital possono investire fino a 250.000,00 sterline in imprese che operano in qualsiasi genere di business e, generalmente, il 50% del finanziamento proviene dallo SBS, mentre la quota rimanente è garantita dal Fund Manager attraverso investitori privati. A tal proposito si segnala che, al fine di garantire la massima diffusione dello strumento, non sono previste restrizioni circa la natura del co-investitore e l'ammontare del co-investimento.

Con l'obiettivo di sostenere l'attività di investimento degli operatori privati nelle prime fasi di business in campo tecnologico, si segnala l'*UK High Technology Fund* che, con una dotazione pari a 126 milioni di sterline (di cui 20 milioni provenienti dal *Department of Trade and Industry* – DTI), opera in qualità di fondo di fondi investendo in fondi di venture capital focalizzati su settori quali farmaceutica, software, tecnologie internet, telecomunicazioni e scienze della vita.

Infine, per stimolare l'attività di trasferimento tecnologico tra Università e impresa, si ricorda che il Governo britannico ha lanciato nel marzo del 1998 l'*University Challenge Fund Scheme*. Tale misura, per la quale erano stati destinati 45 milioni di sterline, consisteva in una competizione aperta a tutte le Università inglesi e centri di ricerca pubblici, finalizzata a fornire il seed capital necessario a trasformare i migliori progetti di ricerca in business concreti e, di conseguenza, ad offrire quella credibilità indispensabile per avvicinare i venture capitalists che generalmente, per loro natura, non intervengono nelle fasi precedenti all'avvio dell'attività dell'impresa vera e propria.

Il grande successo della misura ha portato il Governo britannico ad erogare ulteriori 15 milioni di sterline a favore dell'iniziativa nel Marzo del 2000, contribuendo così alla costituzione di quattro fondi di matrice universitaria.

### **Scozia – *Scottish Co-investment Fund (SCF)***

Con una dotazione di 45 milioni di sterline, in parte raccolte dall'European Regional Development Fund (ERDF), il Fondo Scozzese di co-investimento (SCF) nasce da un'iniziativa della Scottish Enterprise con l'obiettivo di colmare l'*equity gap* che caratterizza il segmento early stage del mercato scozzese del capitale di rischio.

A differenza di un "tradizionale" fondo di venture capital, l'attività dell'SCF è realizzata esclusivamente in partnership con operatori di matrice privata, attraverso il co-investimento, per un ammontare massimo di 500.000,00 sterline, nelle operazioni aventi per oggetto piccole-medie imprese e un taglio massimo di 2 milioni di sterline.

Affinché gli investitori privati possano richiedere l'intervento dell'SCF è necessario che dimostrino un significativo track record nell'ambito dell'attività di venture capital e una forte propensione a gestire le partecipazioni in portafoglio in modo "attivo" (*hands on*). Se tali requisiti sono soddisfatti, tra le due parti viene stipulato un Co-Investment Manager's Agreement.

In base a tale accordo, l'SCF eroga il finanziamento su richiesta dell'investitore che, a sua volta, diviene responsabile dell'individuazione di buone opportunità di investimento, della negoziazione dei termini dell'operazione e del successivo monitoraggio e controllo della partecipazione.

### **Germania – *BTU Fruephasenprogramm, High Tech Master Plan***

Il programma BTU, che si inserisce all'interno del più ampio *ERP-Innovationsprogramm*, è rivolto a piccole imprese attive in ambito tecnologico e innovativo, con al massimo 50 dipendenti, un fatturato inferiore a 7 milioni di Euro e in attività da non più di 5 anni.

Start up e in generale società con i requisiti sopra elencati possono beneficiare nei primi sei mesi di attività ufficiale della partecipazione della *Tecnologie-Beteiligungs-Gesellschaft mbH* (TBG) nella forma di capitale di godimento, per un ammontare massimo di 150.000,00 Euro, parzialmente garantito dal fondo ERP.

Questa forma di capitale rappresenta un titolo, con o senza valore nominale, che conferisce esclusivamente diritti patrimoniali (sottoscrizione di nuove azioni, partecipazione alla ripartizione dell'utile netto e al ricavato di una eventuale liquidazione della società) e non diritti societari (voto in assemblea).

Quindi, sulla base di tale precisazione, risulta chiaro che, successivamente ai sei mesi, il rapporto tra le imprese che beneficiano del capitale di godimento e la TBG è rappresentato da un buono ("buono di godimento"), la cui durata (predeterminata) è pari a 7 anni.

Inoltre, si segnala che il Governo tedesco ha recentemente avviato (Febbraio 2004) un nuovo *Master Plan* per lo sviluppo dell'high tech del Paese, con l'obiettivo di rafforzare il ruolo delle piccole e medie imprese nel campo dell'innovazione. Si prevede che attraverso tale programma si assisterà ad un incremento della disponibilità di venture capital per le start up tecnologiche e ad un aumento di fondi pubblici per il finanziamento dell'attività di ricerca realizzata dalle piccole-medie imprese.

Al fine di raggiungere tale obiettivo, il Governo tedesco ha destinato 500 milioni di Euro, il 50% dei quali provenienti dell'European Investment Fund (EIF), per la costituzione di un Fondo di Fondi che investirà in fondi privati di venture capital specializzati nell'investimento in start up tecnologiche operanti nei settori quali biotecnologie, informatica, comunicazione e nanotecnologie. Accanto a tale veicolo di investimento, si costituirà un ulteriore Fondo che, con una dotazione di 250 milioni di Euro, investirà nelle nuove imprese operanti nei settori sopra indicati, attraverso un co-investimento diretto con i fondi privati di venture capital. Si stima che tali iniziative avranno l'effetto di generare un addizionale volume di fondi di circa 1,7 miliardi di Euro.

### **Spagna – Misure di supporto alle *Sociedades de Capital Riesco SCR***

Gli strumenti per sostenere le società di *venture capital* al fine di incrementare le possibilità di finanziamento a favore delle start up ad elevato contenuto tecnologico, sono i seguenti:

- incentivi fiscali, attraverso i quali le società di *venture capital* e i *fondi venture* ricevono un'esenzione fiscale del 100% per le imposte sui dividendi societari e una consistente riduzione delle imposte sul *capital gain*, in caso di investimento in imprese innovative di nuova costituzione;
- finanziamenti a tasso zero, per un ammontare massimo di 500.000,00 Euro (1 milione di Euro se l'investimento è localizzato in un'area svantaggiata) in caso di investimento in aziende innovative selezionate dal Ministero della Scienza e della Tecnologia.

Inoltre, si segnala che nel 1985 è stato istituito nella regione catalana il *Catalan Centre d'Innovacio i Desenvolupament Impresaria* (CIDEM) che fornisce attività di consulenza, finanziamenti alle start up ed è responsabile della gestione dei fondi *Invertec* e *Internova*.

Il primo è un fondo di partecipazione nel capitale di rischio di società high-tech che già beneficiano di un programma previsto per gli incubatori catalani. La durata dell'investimento è pari a 10 anni per un ammontare massimo di 300.000,00 Euro.

Il secondo è un fondo costituito dal CIDEM e da investitori privati, della dimensione di 20 milioni di Euro, investito in partecipazioni di minoranza di start up a base tecnologica per un ammontare minimo di 300.000,00 Euro.

### **Israele – Legge per il sostegno della ricerca e dello sviluppo industriale, *Yozmà***

I programmi previsti dalla *Legge per il sostegno della ricerca e dello sviluppo industriale* sono gestiti dall'*Office of the Chief Scientist* (OCS)<sup>4</sup> del Ministero dell'Industria e Commercio con l'obiettivo di incoraggiare le imprese israeliane ad investire in progetti di R&S, garantendo la compartecipazione dello Stato ai rischi commerciali inerenti ai progetti stessi.

L'OCS valuta l'impatto commerciale dei progetti di R&S e, se rinviene possibilità di sbocchi di mercato, copre una percentuale delle spese di R&S. Quando un progetto ha un successo commerciale, l'impresa è tenuta a pagare delle "royalties", il cui ricavato viene reinvestito per sostenere altri progetti di R&S.

Tra i programmi gestiti dall'OCS, si segnalano i seguenti:

---

<sup>4</sup> La figura del "Chief Scientist" può essere assimilata a quella di un Sottosegretario di Stato tecnico, nominato dal Ministro in carica.

- “INCUBATORI TECNOLOGICI”, creato inizialmente per favorire l’integrazione di nuovi immigrati (scienziati ed ingegneri) dall’ex-Unione Sovietica, fornisce supporto finanziario ad imprenditori che vogliono sviluppare idee nuove per prodotti commerciali esportabili. Il supporto finanziario copre l’85% dei costi riconosciuti del progetto. Si evidenzia che negli ultimi dieci anni, sono stati avviati circa 900 progetti;
- “TNUFA”, altro programma per inventori, imprenditori e imprese start-up nella prima fase della realizzazione delle loro idee. Il supporto finanziario copre l’85% dei costi riconosciuti del progetto, fino ad un massimo di 50.000,00 dollari;
- “NOFAR”, programma per finanziare ricerche accademiche applicate che possono avere ricadute economiche anche se non sono dirette alla produzione di un prodotto specifico. Il supporto finanziario copre il 90% dei costi di sviluppo delle ricerche;
- “MAGNET” (acronimo ebraico per “generic pre-competitive technological R&S”), programma diretto a sostenere progetti nel campo delle nuove tecnologie, presentati da consorzi costituiti, ciascuno, da almeno due imprese e da una istituzione accademica. Il partner industriale può ricevere un “grant” pari al 66% del costo riconosciuto del progetto, mentre il supporto finanziario del partner accademico raggiunge l’80%.

Con particolare riferimento al finanziamento di nuove imprese high tech, si segnala che il Ministero dell’Industria e Commercio ha recentemente avviato un nuovo programma (*HEZNEK Program*), esclusivamente finalizzato ad incentivare gli investimenti di *seed capital*. Al fine di raggiungere tale obiettivo, il programma prevede la costituzione di un *Government Seed Fund* che, operando in qualità di fondo di co-investimento, affianca l’intervento di investitori di matrice privata in misura massima del 50% dell’ammontare complessivo richiesto per il finanziamento dell’iniziativa (e comunque non superiore ad 1 milione di Euro), da erogarsi nei due anni successivi lo stanziamento della prima tranche.

Infine, per l’importante ruolo di catalizzatore di fondi esteri e per il sostegno alla creazione di un’ottima reputazione sull’high tech del Paese, si ricorda il programma Yozmà. Lanciato nel 1993 dal Governo israeliano, è consistito nella costituzione di un Fondo di Fondi a capitale pubblico con investimenti in nuovi fondi di venture capital.

I requisiti richiesti per ottenere la sovvenzione governativa erano i seguenti:

- uno degli investitori doveva essere un noto operatore estero;
- uno degli investitori doveva essere un partner locale con elevate possibilità finanziarie;
- focus di investimento esclusivo in aziende start up high tech.

In pochi anni il programma ha generato dieci fondi di investimento e l’impatto sull’economia israeliana è stato considerato notevole: dal solo fondo di venture capital esistente nel 1992, si è arrivati a 10 fondi e, nel 2000, le fonti di capitale di rischio per l’alta tecnologia sono state stimate tra i 4 e i 5 miliardi di dollari.

### **Italia – Legge 388/2000, DM n. 593, Iniziative Regionali**

Con riferimento agli interventi posti in essere in Italia, si riscontra una frammentazione delle misure che, indipendentemente dalle loro specifiche finalità, non hanno raggiunto obiettivi di carattere sistemico. Di seguito si riporta una breve rassegna degli interventi normativi di incentivo per il settore del venture capital high tech a livello nazionale:

- l’art.103 della legge 388/2000 ha istituito un fondo destinato a finanziare la ricerca scientifica per interventi relativi al settore delle tecnologie, dell’informazione e della comunicazione (ICT). Si tratta di un Provvedimento di sostegno al cosiddetto venture

---

capital puro, che va a beneficio di Università, enti di ricerca ed organismi partecipati dai medesimi soggetti in misura non inferiore al 25% e di altri soggetti, la cui partecipazione risulta comunque funzionale per il raggiungimento degli obiettivi del progetto;

- l'art.106 della medesima legge, relativa allo sviluppo di nuove imprese innovative, si pone l'obiettivo di favorire l'accesso al capitale di rischio di PMI delle aree svantaggiate e di nuove imprese mediante la concessione di anticipazioni finanziarie pubbliche a banche e intermediari finanziari, finalizzate all'acquisizione di partecipazioni temporanee e di minoranza, a fronte di programmi pluriennali di sviluppo;
- il Decreto Ministeriale n.593 del 8.8.2000 ha reso operativa la legge 297/99 che razionalizza l'intero sistema di agevolazioni per la ricerca e l'innovazione. In particolare, l'art.11 del D.M. 593/2000 (spin-off) prevede la possibilità di contribuire al finanziamento di progetti di ricerca finalizzati a nuove iniziative economiche ad alto contenuto tecnologico. L'intervento del MIUR sui costi riconosciuti a questi progetti si concretizza in un contributo a fondo perduto fino a 500.000,00 Euro, a copertura del 50% dei costi inerenti alla ricerca industriale e del 25% di quelli sostenuti per lo sviluppo precompetitivo. Nel primo anno di attività sono stati realizzati 11 interventi.

Oltre agli incentivi di portata nazionale appena esposti, dal punto di vista delle iniziative di mercato, sono presenti alcune misure aventi focus regionale che utilizzano risorse pubbliche da affiancare a risorse private. Si ricordano, in proposito, alcune iniziative promosse dalla Regione Lombardia e dalla Regione Emilia Romagna:

- la Regione Lombardia ha lanciato il fondo Next, fondo comune di investimento mobiliare chiuso, riservato ad investitori qualificati, istituito e gestito da Finlombarda Gestioni SGR. La Regione è intervenuta a supporto dell'iniziativa con un fondo di garanzia, della dotazione di 20 milioni di Euro, a copertura, al massimo, del 33% delle eventuali perdite sopportate dagli investitori alla liquidazione del fondo. L'obiettivo di questo strumento innovativo è la creazione di un fondo di fondi, con capitali raccolti presso soggetti privati, da investire in fondi chiusi di venture capital specializzati in investimenti destinati al settore high tech. Il fondo ha siglato il first closing della raccolta a quota 37 milioni di euro;
- la Regione Emilia Romagna ha attuato la misura 1.5 del Docup Obiettivo 2, con l'intento di promuovere l'innovazione tecnologica, partecipando alla costituzione di un fondo di capitale di rischio a compartecipazione privata, finalizzato a sostenere l'avvio e lo sviluppo di progetti derivanti da spin-off accademici e di ricerca, o comunque riferiti ad attività di carattere innovativo, attraverso l'acquisizione di quote di minoranza del capitale sociale di piccole e medie imprese. È stato determinato il soggetto vincitore del bando di gara, tuttavia la misura non è ancora operativa per il perfezionamento di alcuni dettagli tecnico-giuridici.

---

## 4. LA PROPOSTA AIFI

### 4.1 Introduzione

Come illustrato nei capitoli precedenti, nel confronto con gli altri paesi industrializzati il basso tasso di nascita e di sopravvivenza di nuove imprese high tech in Italia è in primo luogo dovuto alle caratteristiche del tessuto industriale italiano, relativamente povero di grosse imprese high tech, i cui centri di ricerca rappresentano il “brodo primordiale” delle nuove iniziative nei settori ad alta tecnologia. Ad ampliare il divario fra l’Italia e gli altri paesi industrializzati hanno anche contribuito la minore permeabilità delle Università italiane verso attività di ricerca svolte in joint-venture con l’industria e verso il trasferimento di conoscenze dall’ambito scientifico alle applicazioni economiche e le politiche del settore pubblico, storicamente meno orientato che all’estero a sostenere l’innovazione e la ricerca, specie a livello di nuove imprese high tech.

Questo stato di cose ha influenzato negativamente negli anni passati sia la quantità sia la qualità delle nuove imprese high tech che si sono offerte come opportunità di investimento agli operatori di venture capital italiani specializzati nell’investire in nuove tecnologie. Ciò ha condizionato negativamente lo sviluppo di questa categoria di operatori che risulta significativamente sottodimensionata rispetto a quella del private equity, che invece ha raggiunto da tempo la piena maturità anche nel nostro Paese.

Di conseguenza oggi l’Italia soffre sia di un basso tasso di nascita e di sopravvivenza di nuove imprese high tech, sia di una presenza inadeguata, quantitativamente e qualitativamente, di venture capitalists specializzati nell’investimento in nuove imprese high tech. I due fenomeni sviluppano sinergie negative: il basso tasso di nascita di imprese high tech e la loro qualità media inferiore rispetto all’estero rende più difficile la vita dei venture capitalists italiani che vogliono investire in questi settori e ne limita le capacità di crescita sia quantitativa sia qualitativa. Allo stesso tempo, la difficoltà delle nuove imprese high tech italiane nel reperire venture capitalists locali disposti a sostenerle e il livello spesso modesto del sostegno che esse ricevono dai loro investitori contribuisce ad abbassare il tasso di sopravvivenza delle nuove imprese high tech italiane.

Con la sua proposta l’AIFI mira ad affrontare entrambi i problemi. L’approccio dell’AIFI cerca però di mantenere quanto più possibile distinte le due problematiche per limitare lo sviluppo di sinergie negative che invece si sprigionerebbero inevitabilmente se il sostegno alla nascita e allo sviluppo di nuove aziende high tech (costituzionalmente più rare e più fragili rispetto all’estero per via dell’operare in un ambiente meno favorevole) venisse unicamente canalizzato tramite l’incentivazione alla nascita di nuovi venture capitalists locali.

## 4.2 La proposta AIFI in sintesi

La proposta dell'AIFI si pone l'obiettivo di accrescere il tasso di natalità e di sopravvivenza di nuove imprese tecnologiche italiane (le "NIT") ricorrendo ad un fondo pubblico di co-investimento (il "Fondo"), finanziato da soggetti pubblici (gli "Enti Finanziatori") e gestito da un soggetto privato (l'"Advisor").

Le risorse che, a parere dell'AIFI, dovrebbero essere messe a disposizione del Fondo affinché l'iniziativa abbia un impatto apprezzabile sul panorama high tech italiano sono di almeno €300 milioni, ripartite temporalmente su un arco triennale, in quote eguali di €100 milioni all'anno.

Il Fondo agirà su due livelli:

- destinando una percentuale maggioritaria delle risorse a sua disposizione al co-investimento indiretto nelle singole NIT, per il tramite di fondi di venture capital italiani ed esteri che soddisfino dei requisiti minimi (i "VCA") stabiliti dagli Enti Finanziatori e verificati dall'Advisor. Come illustrato di seguito, la modalità di co-investimento nelle singole NIT sarà tale da accrescere significativamente il rendimento che il VCA può attendersi da questi investimenti e quindi, indirettamente, il rendimento dell'investimento effettuato dagli investitori del VCA;
- destinando un'altra percentuale delle risorse a disposizione all'investimento, insieme ad altri investitori, in fondi di venture capital operanti in Italia e specializzati in investimenti tecnologici di tipo seed ed early stage (i "SEF"). Anche in questo caso, la modalità di investimento del Fondo sarà tale da accrescere il rendimento che gli altri investitori nel SEF possono attendersi dal loro investimento.

La scelta di destinare una quota maggioritaria dei fondi al co-investimento indiretto nelle NIT, senza vincolarli ad essere necessariamente veicolati attraverso operatori di venture capital operanti solo su base nazionale, è motivata dalla necessità di evitare di sommare le due problematiche illustrate nell'introduzione, così da aggirare le sinergie negative che esse generano. Rendere disponibile il sostegno del Fondo alle NIT anche se veicolato da investitori di venture capital esteri offre a queste ultime la possibilità di accedere ad una comunità assai più vasta e professionalmente più esperta dei soli venture capitalists locali. Data la capacità del venture capital di influenzare, con la qualità dei servizi da esso offerti, la riuscita delle società partecipate, la possibilità di accedere al venture capital internazionale è molto importante per le NIT. Inoltre, bisogna tener presente che a volte il venture capitalist è in grado di influenzare la localizzazione geografica di una giovane impresa high tech alla ricerca di investitori e quindi, se l'agevolazione è di dimensioni significative e se viene offerta anche ai venture capitalists esteri disposti ad investire in Italia, si incentivano questi ultimi a spingere alcune giovani imprese high tech non italiane ad insediarsi in Italia, contribuendo a popolare il settore in una fase iniziale con opportunità altrimenti non disponibili, un po' come avviene con gli scambi di studiosi a livello universitario o con i calciatori stranieri.

Quanto ai fondi destinati all'investimento nei SEF, la misura si pone un duplice obiettivo. Da un lato queste risorse avranno l'effetto di aiutare lo sviluppo dei venture capitalists operanti in Italia e specializzati in investimenti seed o early stage, rendendo loro più agevole la raccolta dei fondi necessari (sia perché ne copriranno una quota direttamente, sia perché renderanno più agevole raccogliere le quote residue in quanto le incentivazioni offerte ai SEF rendono più attraente l'investimento per gli altri investitori nel fondo partecipato). Dall'altro lato, la scelta di limitare l'intervento del Fondo a sostegno di operatori che si specializzino in investimenti seed o early stage mira a sostenere una particolare categoria di operatori di venture capital, quella che investe nelle fasi più iniziali e quindi a maggior rischio, ad



esempio negli spin-off, contribuendo a stabilire anche un tramite tra mondi diversi ma contigui, quali l'Università o i laboratori di ricerca e l'industria.

Come già accennato, in entrambi i casi i vantaggi economici derivanti dagli interventi di sostegno del Fondo andranno a beneficio della redditività dell'investimento degli altri investitori nei fondi di venture capital che abbiano beneficiato del sostegno, siano essi VCA o SEF e non si tradurranno in vantaggi economici diretti per i gestori di tali fondi di venture capital. La proposta dell'AIFI intende cioè ridurre lo svantaggio in termini di rischio-rendimento che oggi esiste fra l'investire, per il tramite del venture capital, in giovani società tecnologiche in Italia rispetto ad altri paesi industrializzati. Inoltre, evitando di limitare l'accesso all'agevolazione ai soli fondi italiani, si evita di violare le leggi della concorrenza a livello di Unione Europea.

### **4.3 La proposta AIFI in dettaglio**

Di seguito si approfondiscono i principali aspetti della proposta AIFI.

#### ***4.3.1 Il Fondo e gli Enti Finanziatori***

Il Fondo dovrà essere dotato di risorse finanziarie pluriennali destinate ad essere investite in NIT (in via indiretta, per il tramite dei VCA) e in SEF. Le risorse necessarie dovranno essere adeguate a rendere significativa la capacità dell'iniziativa di aumentare il tasso di nascita e di sopravvivenza delle NIT.

L'AIFI ritiene che il Fondo debba disporre di almeno € 100 milioni all'anno, per un minimo di tre anni.

Il fatto che le risorse stanziare arrivino al Fondo nel giro di tre anni non vuol dire che esse verranno interamente spese nell'arco dei tre anni. Tre anni è il periodo che il Fondo ha a disposizione per selezionare le NIT in cui co-investire e i SEF in cui investire, ma gli esborsi effettivi per ciascuna iniziativa selezionata si distribuiranno lungo un arco di tempo pluriennale. Assumendo che le risorse dovute per un co-investimento in una NIT o per l'investimento in un SEF vengano richiamate in circa quattro anni, la durata del Fondo dovrebbe prolungarsi per almeno sette anni, anche se negli anni successivi ai primi tre il Fondo si limiterà ad amministrare le scelte compiute nei primi tre anni.

Gli Enti Finanziatori sono soggetti appartenenti al settore pubblico che si impegnano a mettere a disposizione del Fondo le risorse necessarie per gli investimenti in NIT e SEF e per la gestione del Fondo stesso. Ad esempio, le risorse necessarie potrebbero pervenire dal Ministero dell'Economia, dal Ministero per l'Innovazione e le Tecnologie, dal Ministero dell'Istruzione dell'Università e della Ricerca, dalla Cassa Depositi e Prestiti o dal Fondo Europeo per gli Investimenti.

Poiché è previsto che le risorse necessarie al finanziamento del Fondo vengano messe a disposizione del Fondo in tre rate annuali, è necessario evitare che i VCA (al momento di decidere se investire in una NIT anche in virtù della possibilità di co-finanziamento del Fondo) o gli altri potenziali investitori in un SEF (al momento di decidere se investire anche loro in un SEF partecipato dal Fondo) possano nutrire il dubbio che una riduzione o sospensione dell'intervento del Fondo possa rendere in realtà inferiori alle attese i benefici economici derivanti dall'intervento del Fondo e su cui questi soggetti verrebbero in parte a basare la propria decisione di investimento.

Un dubbio simile ridurrebbe significativamente l'efficacia dell'iniziativa perché una parte dei VCA o dei potenziali co-investitori in un SEF potrebbero decidere di non investire.

### 4.3.2 Criteri di identificazione dei VCA, dei SEF e delle NIT

Uno dei primi compiti consisterà nel definire i requisiti necessari affinché un venture capitalist possa qualificarsi come VCA, affinché una giovane impresa high tech possa qualificarsi come una NIT e affinché un fondo di investimento in opportunità seed o early stage possa qualificarsi come un SEF.

I requisiti dovranno essere quanto più possibile semplici e chiari, così da facilitare il compito dell'Advisor nella selezione e rendere trasparenti le sue decisioni.

I VCA sono soggetti che operano nel venture capital avendo come target di investimento, in Italia o all'estero, le nuove imprese high tech, anche se non in forma esclusiva e che sono qualificati come soggetti autorizzati a beneficiare del sostegno offerto dal Fondo sotto forma di co-investimenti indiretti del Fondo nelle NIT. Tra i criteri di qualificazione potrebbero, ad esempio, ricomprendersi i seguenti:

- aver svolto da almeno alcuni anni e in via principale e continuativa attività di venture capital, intesa come attività di investimento di capitale (secondo le varie modalità, dirette o indirette, utilizzate nel settore, quali azioni, obbligazioni o prestiti convertibili, warrants, ...) con l'obiettivo di rivendere la partecipazione entro un lasso determinato di tempo e con un utile;
- aver destinato una quota non indifferente (in termini percentuali o assoluti) degli investimenti effettuati negli ultimi anni ad investimenti in NIT o in società aventi analoghe caratteristiche, anche localizzate all'estero;
- disporre delle strutture professionali adeguate a fornire un valido sostegno alle NIT, al di là di quello di natura finanziaria rappresentato dai capitali investiti, senza che tuttavia ciò si debba necessariamente tradurre nella disponibilità di una stabile organizzazione in Italia.

I SEF sono soggetti dedicati ad investimenti tecnologici di venture capital in fase iniziale, i cosiddetti investimenti di seed o early stage. In pratica, un SEF dovrà essere un fondo o una società di investimento che operi nel venture capital in maniera simile ad un VCA, ma che si differenzi da questi per:

- operare prevalentemente in Italia, destinando ad investimenti localizzati nel nostro Paese almeno il 50% del totale delle risorse investite;
- disporre di una stabile organizzazione in Italia dotata di risorse professionali adeguate per esperienza e dimensioni allo svolgimento del programma di investimenti, sia in fase di selezione sia in fase di assistenza e monitoraggio delle stesse;
- concentrare la propria attività in misura quasi esclusiva in investimenti tecnologici di tipo seed o early stage.

Le NIT sono giovani imprese high tech che soddisfino un set di criteri, quali, ad esempio:

- essere costituita sotto forma di società di diritto italiano da non più di tre anni dal momento del primo co-investimento del Fondo;
- indirizzare in maniera quasi esclusiva la sua attività verso lo sviluppo di nuove tecnologie o di nuove applicazioni di tecnologie esistenti, tecnologie che dovranno appartenere a settori di attività innovativi;
- non aver fatturato complessivamente più di 5 milioni di Euro nei quattro trimestri antecedenti a quello in cui avvenga il primo co-investimento del Fondo.

Per le finalità dell'iniziativa, è ovviamente necessario che le NIT nelle quali il Fondo abbia co-investito mantengano la loro attività principale in Italia per almeno un periodo di tempo significativo.

#### 4.3.3 Co-investimento in una NIT

L'attività di co-investimento in una NIT può essere suddivisa in varie fasi: verifica dell'ammissibilità della richiesta di primo co-investimento, conclusione degli accordi necessari ed erogazione del primo co-investimento, erogazione di successivi co-investimenti, monitoraggio del co-investimento, liquidazione del co-investimento.

Il punto di partenza è la definizione della modalità di co-investimento. Per rendere efficace l'agevolazione, è indispensabile che abbia natura essenzialmente automatica, vale a dire che, se certe condizioni sono soddisfatte, l'intervento del Fondo è certo per dimensioni e modalità senza interferire in alcun modo con le procedure di selezione, gestione, monitoraggio e disinvestimento dell'investimento da parte del VCA. È quindi indispensabile che il co-investimento avvenga in maniera indiretta, per il tramite del VCA, senza che il Fondo o l'Advisor diventino un interlocutore della NIT o vengano in alcun modo coinvolti in prima persona nella vita di quest'ultima.

Il co-investimento del Fondo dovrà essere erogabile in più tranches collegate agli investimenti che il VCA effettua in una specifica NIT. Ciascuna tranche rappresenta il co-investimento del Fondo nella NIT di riferimento parallelo ad un investimento del VCA nella stessa NIT.

L'investimento verrà remunerato e rimborsato ogni volta che il VCA incassi una somma in denaro imputabile al suo investimento nella NIT di riferimento, qualunque ne sia la motivazione (cessione di strumenti finanziari, dividendo, interessi, rimborso di obbligazioni, finanziamenti, capitale o riserve, ...). Al Fondo sarà dovuto un ammontare proporzionale alla quota parte dell'investimento complessivo ad esso attribuibile, fino al rimborso totale dell'investimento iniziale, maggiorato di una percentuale contenuta.

In sostanza, l'intervento del Fondo a sostegno dell'investimento in una NIT si può scomporre in due componenti. Da un lato, il Fondo mette a disposizione del VCA che investe nella NIT di riferimento (o dei VCA, se più di uno) un importo aggiuntivo che viene investito dal VCA in aggiunta all'investimento realizzato con risorse proprie e che deve essere rimborsato solo nella misura in cui tale ulteriore importo investito nella NIT generi le risorse necessarie al suo rimborso e secondo la tempistica con cui tale risorse si generano. Dall'altro lato, il Fondo rinuncia a favore del VCA ad eventuali guadagni di capitale sull'investimento aggiuntivo che ha reso possibile con il suo intervento, nel caso l'investimento abbia successo, limitando le sue pretese al pagamento di una percentuale contenuta. Mentre la prima componente dà al VCA la possibilità di ridurre l'ammontare di fondi propri da destinare ad una specifica NIT, così da consentirgli di investire in un maggior numero di società e diversificare meglio il rischio del proprio portafoglio, la seconda componente rappresenta il vero e proprio elemento agevolativo, capace di accrescere il rendimento medio del VCA a beneficio degli investitori di quest'ultimo. In virtù di ciò, è lecito affermare che il sostegno del Fondo al VCA si traduce in un miglioramento del rischio-rendimento del VCA, perché ne riduce il rischio e ne aumenta il rendimento.

#### 4.3.4 Investimento in un SEF

Le risorse finanziarie a disposizione del Fondo saranno destinate, per una quota minoritaria a investimenti in SEF.

Il Fondo investirà nei SEF alla stregua di un qualsiasi altro investitore, salvo la remunerazione economica dell'investimento, rinunciando alle somme che dovessero spettargli

in sede di distribuzione del risultato del SEF che eccedano il rimborso del capitale investito dal Fondo, maggiorato di un modesto rendimento calcolato come per il co-investimento in una NIT.

L'importo investito in ciascun SEF non potrà eccedere il 30% delle risorse totali raccolte dal SEF e, in ogni caso, non potrà essere superiore a 10 milioni di Euro. Sulla base di questi parametri, nell'ipotesi che il Fondo disponga delle risorse previste dall'AIFI ed investa il 20% delle sue risorse in SEF, sarà possibile agevolare l'attività di SEF in grado di investire in totale 180 milioni di Euro. Facendo riferimento a quanto in pratica si investe in iniziative seed o early stage, il numero di iniziative finanziabili dai SEF agevolati dal Fondo è ipotizzabile intorno alle 200 unità.

L'attività di investimento in un SEF può essere suddivisa in varie fasi: verifica della qualificabilità del SEF alla richiesta di investimento, conclusione degli accordi necessari ed erogazione della prima tranche delle somme per cui il Fondo si è impegnato, erogazione delle tranches successive, monitoraggio dell'investimento, liquidazione dell'investimento.

A differenza di quanto avviene nel co-investimento in una NIT, dove il Fondo è in grado di stabilire le condizioni a cui il finanziamento al VCA viene erogato e quindi è in grado di standardizzarle, nel caso di investimento in un SEF il Fondo dovrà adattarsi alla struttura prevista per la singola operazione, limitandosi a chiedere che gli accordi fra SEF, gestore di quest'ultimo e investitori nel SEF permettano il rispetto delle condizioni necessarie ad accedere all'agevolazione.

L'investimento del Fondo in un SEF esercita due effetti agevolativi: diretto, coprendo una quota anche importante della raccolta e indiretto, rendendo più facile il reperimento delle risorse mancanti, in quanto, la rinuncia ad eventuali guadagni derivanti dall'attività del Fondo (salvo il rendimento minimo prestabilito) rende più attraente l'investimento nel SEF da parte degli altri investitori che vengono a beneficiare di tale rinuncia.

#### 4.3.5 Equilibrio finanziario del Fondo

Nel mondo del venture capital è normale che gli investitori di un fondo siano chiamati ad erogare in più tranches la somma che si sono impegnati ad investire. La cadenza temporale e la dimensione di ciascuna tranche non sono di norma definite all'inizio della vita del fondo, ma sono decise via via dal gestore del fondo che richiama i versamenti dagli investitori in relazione all'attività del fondo e alle esigenze finanziarie generate da tale attività.

Altrettanto normale nell'attività di un fondo di venture capital è che, al momento del primo investimento in una nuova società, non si procede a concordare (con la società partecipata e/o con gli altri investitori) una scaletta temporale vincolante secondo cui verranno fornite dagli investitori ulteriori risorse finanziarie alla società partecipata. Per quanto, al momento del primo investimento, il fondo effettui senza dubbio una stima delle risorse che saranno probabilmente investite in futuro nella società e della tempistica di tali investimenti ulteriori, le variabili in gioco sono tante e spesso al di fuori della possibilità di controllo da parte del venture capitalist o della società partecipata, da impedire di dare a queste previsioni una natura vincolante.

Rispettare questo modo di operare tipico del venture capital è condizione assolutamente indispensabile per evitare di compromettere l'efficacia dell'iniziativa. Pertanto, gli Enti Finanziatori devono garantire la copertura finanziaria delle erogazioni, nei limiti degli impegni inizialmente sottoscritti per l'intera durata del Fondo.

#### 4.3.6 Attività dell'Advisor nei confronti degli Enti Finanziatori

Compito dell'Advisor è prioritariamente la verifica dell'ammissibilità dei fondi di venture capital (VCA, SEF) e delle nuove imprese tecnologiche (NIT), alle attività di investimento da

parte del Fondo, secondo i requisiti di indirizzo stabiliti dagli Enti Finanziatori. Successivamente, durante la vita del Fondo, l'Advisor provvederà a monitorare gli investimenti erogati e a preparare un'informativa periodica (ad esempio semestrale) circa l'andamento del Fondo. Oltre ad informazioni di natura contabile, relative alle risorse disponibili e a quelle utilizzate, l'Advisor fornirà informazioni sull'andamento dei SEF partecipati e sull'andamento del programma di co-investimento indiretto nelle NIT, consentendo agli Enti Finanziatori di valutare l'andamento delle attività partecipate.

L'informativa periodica verrà preparata dall'Advisor sulla base e nei limiti delle informazioni che i SEF partecipati, in un caso, o i VCA beneficiari di finanziamenti di co-investimento nell'altro caso, sono impegnati a fornire ai propri investitori, per evitare di rendere più gravosa del normale l'attività amministrativa degli operatori di venture capital beneficiari del programma di sostegno, che di norma non dispongono di strutture amministrative ridondanti.

L'Advisor dovrà possedere le capacità professionali necessarie a svolgere le attività ad esso attribuite, tenendo però presente che non gli è richiesto di valutare la bontà economica delle iniziative in cui investono i VCA o i SEF.

L'Advisor è inoltre chiamato a svolgere anche un'attività di pubblicizzazione e di facilitazione dell'attività di sostegno del Fondo, al fine di massimizzarne l'efficacia nei confronti dell'obiettivo finale.

L'attività consisterà in iniziative per rendere noto il programma di sostegno agli investimenti in NIT presso gli operatori di venture capital esteri, al fine di sollecitare la loro candidatura alla qualificazione e presso i potenziali bacini di nascita di NIT, così da sollecitare il tasso di nascita delle stesse.

Infine, l'Advisor dovrebbe cercare di promuovere accordi di cooperazione con altri enti disponibili a sostenere la nascita e lo sviluppo di nuove imprese high tech. Questo può essere il caso delle Regioni che in alcuni casi hanno avviato o stanno valutando l'avvio di programmi di sostegno a simili iniziative localizzate nei loro ambiti territoriali. In casi come questi il Fondo e la Regione potrebbero offrire un sostegno abbinato e coordinato rivolto alle iniziative che siano sostenibili dal Fondo e localizzate nella Regione (così da evitare al beneficiario, che spesso possiede strutture amministrative molto limitate, di dover affrontare una duplice procedura per ottenere le due agevolazioni).