



**Azione 1.4 – Sostegno alla creazione e al consolidamento di start-up innovative ad alta intensità di applicazione di conoscenza e alle iniziative di spin-off della ricerca**

**Attivazione di un fondo di Venture Capital**  
**Valutazione ex ante - Sintesi**

## SOMMARIO

PREMESSA.....	3
1. ANALISI DEI FALLIMENTI DI MERCATO, DELLE CONDIZIONI DI INVESTIMENTO SUB-OTTIMALI E DELLE ESIGENZE DI INVESTIMENTO .....	4
2. VALORE AGGIUNTO DELLO STRUMENTO FINANZIARIO .....	7
3. RISORSE PUBBLICHE E PRIVATE ADDIZIONALI.....	10
4. INSEGNAMENTI TRATTI DA STRUMENTI ANALOGHI.....	11
5. STRATEGIA DI INVESTIMENTO.....	12
6. RISULTATI ATTESI.....	14
7. DISPOSIZIONI DI RIESAME DELLA VALUTAZIONE EX ANTE.....	16

## PREMESSA

L'obiettivo della valutazione preliminare all'utilizzo dello strumento previsto è quello di fornire uno strumento di supporto all'Autorità di gestione del PO FESR Regione Friuli Venezia-Giulia 2014-2020, per guidarne le scelte in uno screening delle opzioni a disposizione e nell'apprezzamento della coerenza normativo-programmatica, in conformità con quanto previsto dal quadro programmatico e normativo della Programmazione dei Fondi Strutturali e di Investimento Europei (Fondi SIE) 2014-2020<sup>1</sup>.

Nel primo capitolo viene realizzata e descritta un'analisi del contesto economico a livello regionale, con un focus sull'analisi dei fallimenti di mercato, delle condizioni di investimento non ottimali e dei fabbisogni finanziari.

Il secondo capitolo si dedica ad un *assessment* dello strumento finanziario sostenuto dalle risorse del Programma Operativo, che ne esplora il valore aggiunto nelle dimensioni quantitative e qualitative, la coerenza con un impianto più ampio di investimenti pubblici a vari livelli e le eventuali implicazioni in materia di Aiuti di Stato.

Il terzo capitolo ha ad oggetto l'aspetto strategico delle potenzialità di un eventuale coinvolgimento di risorse pubbliche e private da parte dello strumento finanziario (anche nel rispetto di quanto in merito disposto dalle norme sugli Aiuti di Stato) e le sue capacità di esplicitare un effetto moltiplicatore rispetto alle risorse dedicate e al settore di mercato interessato.

Il quarto capitolo analizza gli insegnamenti tratti dall'utilizzo di analoghi strumenti finanziari e da eventuali precedenti attività di valutazione ex ante implementate da altre regioni (non essendoci a livello regionale esperienza pregressa), nella logica comunitaria dello sviluppo e dell'impiego *evidence based* dello strumento finanziario, provando a leggere tali risultanze in una prospettiva di *guidance* futura tramite una analisi del rischio.

Il quinto capitolo evidenzia i principali elementi di definizione della strategia di investimento, volti a specificare ambito di applicazione e focalizzazione dello strumento finanziario, in particolare in termini di copertura territoriale, tematica e dell'universo di riferimento dei destinatari finali.

Il sesto capitolo descrive i risultati attesi e il contributo dello strumento finanziario al raggiungimento degli obiettivi del Programma Operativo, così come il loro monitoraggio e controllo legato agli indicatori definiti nel POR stesso.

Infine, il settimo capitolo esplicita la ratio e la metodologia del processo di revisione e aggiornamento della valutazione ex ante, come in via ordinaria è logicamente insito nella natura stessa dell'attività valutativa, non da ultimo al fine di reindirizzare l'implementazione dello strumento finanziario qualora ve ne fosse la necessità.

---

<sup>1</sup> In conformità con quanto indicato all'articolo 37, comma 2 del Regolamento 1303/2013

## 1 ANALISI DEI FALLIMENTI DI MERCATO, DELLE CONDIZIONI DI INVESTIMENTO SUB-OTTIMALI E DELLE ESIGENZE DI INVESTIMENTO

Gli ultimi dati disponibili mostrano segnali congiunturali di ripresa dell'economia della regione Friuli Venezia Giulia anche se più lenta rispetto a quanto avviene a livello nazionale. Il PIL della Regione nel 2015 segna un incremento rispetto al 2014 e in base alle previsioni per gli anni successivi<sup>2</sup> si dovrebbe registrare una **dinamica positiva del PIL** regionale. Nella media dei primi sei mesi 2016 la produzione e le vendite dell'industria sono leggermente cresciute rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Inoltre, secondo i risultati dell'indagine condotta dalla Banca d'Italia su un campione di 100 aziende dell'industria e dei servizi non finanziari con almeno 20 addetti<sup>3</sup>, nei primi nove mesi del 2016 prevalgono indicazioni di **aumento del fatturato e della redditività netta**. Nonostante questi segnali di miglioramento, il campione di imprese indica il permanere di una **debolezza nella spesa per investimenti**, rimasta sostanzialmente invariata nel 2016 rispetto al 2015. La crisi ha infatti determinato una prolungata e **significativa riduzione degli investimenti** in Friuli Venezia Giulia (pur in misura inferiore rispetto all'Italia e al Nord Est).

La difficile fase congiunturale si è riflessa in particolare sulla **demografia d'impresa**: nel 2015, per il quinto anno consecutivo, è proseguita la riduzione delle imprese attive. Un ulteriore segnale d'allarme per il tessuto produttivo regionale è dato dalla nascita di nuove che risultano in calo nel primo semestre 2016 rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente<sup>4</sup>. Il sistema imprenditoriale si caratterizza per la presenza di una quota elevata di micro e piccole imprese. Nel complesso, poco meno di un terzo delle imprese sono artigiane.

Il recupero dei volumi pre-crisi nelle **esportazioni regionali** avviene nel primo semestre 2016 grazie alla crescita delle vendite estere in due dei principali settori di specializzazione dell'economia del Friuli Venezia Giulia: il settore della cantieristica e il settore dei macchinari ed apparecchiature. Permangono invece le difficoltà sui mercati internazionali di altri due settori cruciali per l'economia regionale: il settore dei metalli e prodotti in metallo e il settore del mobile.



Le imprese regionali hanno dimostrato un'alta propensione all'**innovazione** favorita anche dal contesto rispetto al quale la stessa regione si colloca, nel gruppo di testa delle regioni italiane nel Regional Innovation Scoreboard (RIS). Il RIS 2016 sottolinea l'importanza del sostegno finanziario pubblico all'innovazione e evidenzia che, nonostante l'innovazione in maggior parte delle regioni sia migliorata con il tempo, in anni più recenti molte regioni, tra cui anche il Friuli Venezia Giulia, hanno registrato un calo nel rendimento dell'innovazione.

---

<sup>2</sup> Regione Autonoma Friuli Venezia Giulia, Rapporto Statistico 2016, 17 maggio 2016. Fonte dati previsioni del PIL: Prometeia, aprile 2016

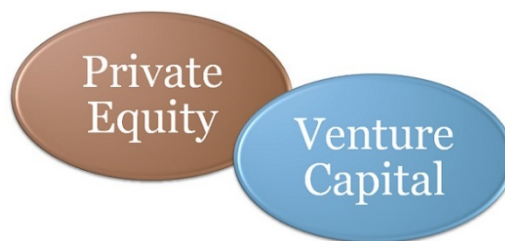
<sup>3</sup> Banca d'Italia, L'economia del Friuli Venezia Giulia, novembre 2016

<sup>4</sup> Unioncamere Friuli Venezia Giulia, La dinamica delle imprese in Friuli Venezia Giulia nel periodo gennaio-settembre 2016

Il Friuli Venezia Giulia registra un'incidenza significativa di **startup innovative** in rapporto alle società di capitali: rispetto alle altre regioni italiane, nel quarto trimestre del 2016 si collocava al quinto posto, dietro Trentino-Alto Adige, Marche, Valle D'Aosta e Emilia Romagna, con 67 startup per 10 mila società di capitali<sup>5</sup>. La maggioranza delle startup innovative presenti in regione sono società a responsabilità limitata e operano nel settore dei servizi, in particolare in ambito informatico e della ricerca e sviluppo.

Le **condizioni del credito** restano tese. Nel primo semestre 2016, il credito alle imprese e alle famiglie concesso da banche e società finanziarie è tornato a diminuire, interessando principalmente le costruzioni e i servizi mentre è proseguita la crescita del credito alle imprese manifatturiere. Il calo registrato nel primo semestre 2016 ha riguardato sia i prestiti a medio lungo termine, sia quelli a breve termine. I prestiti bancari alle piccole imprese risultano in calo al contrario di quanto avviene per i prestiti alle medio e grandi imprese. Inoltre, in base ad un'analisi condotta dalla Banca d'Italia su oltre 10.700 società di capitali con sede in regione, emerge che, alla fine del 2015, i finanziamenti concessi da banche e società finanziarie alle imprese più rischiose si sono ridotti notevolmente a causa del persistente atteggiamento di cautela degli intermediari finanziari verso le imprese più fragili.

A livello nazionale, in base ai dati riportati nel rapporto AIFI "Il mercato italiano del **private equity, venture capital** e private debt nel 2015", l'attività di investimento nel mercato italiano del private equity e venture capital ha visto una crescita significativa. Nonostante il buy out sia il comparto in cui confluiscano maggior parte delle risorse, in termini di numero di investimenti realizzati, risulta al primo posto l'early stage. Rispetto al 2014, il comparto dell'early stage (seed e start up) nel 2015 ha registrato una crescita sia in termini di numero di operazioni, sia dell'ammontare investito. Nonostante in termini di numero risultano prevalenti gli investimenti in favore di imprese medio-piccole, la maggior parte delle risorse viene assorbita da imprese di maggiori dimensioni.



Considerando le attività svolte in Italia, si nota che la maggior parte delle operazioni sono localizzate nel Nord, area in cui si concentra anche la netta maggioranza delle risorse investite. Il Friuli Venezia Giulia si colloca al quarto posto in termini di numero totale di operazioni di private equity e venture capital portate a termine in Italia nel corso del 2015, dopo Lombardia, Veneto ed Emilia Romagna<sup>6</sup>.

In base al European Innovation Scoreboard 2016, gli investimenti di Venture Capital in percentuale sul PIL in Italia, che risultano in calo negli ultimi otto anni, sono inferiori a quelli medi dell'Unione Europea.

---

<sup>5</sup> Fonte dati: Unioncamere, Cruscotto degli indicatori statistici start up innovative, quarto trimestre 2016

<sup>6</sup> Fonte: AIFI, Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt nel 2015

L'analisi di contesto, insieme a quanto riportato all'interno dei recenti documenti di programmazione regionale (POR FESR 2014-2020; Strategia Regionale di ricerca ed innovazione per la specializzazione intelligente del Friuli Venezia Giulia), permette di individuare i **punti di forza e di debolezza che attualmente caratterizzano il sistema economico e sociale regionale** con particolare riferimento a quelli maggiormente pertinenti rispetto all'operazione che si sottopone a valutazione ex ante.



In base all'analisi di contesto effettuata, è possibile individuare i seguenti **gap di investimento** relativo al capitale di rischio nelle start-up regionali:

- la contrazione delle opportunità di accesso al credito per le imprese, micro, piccole e medie in particolare fa sì che persista un gap di investimento laddove le micro, piccole e medie imprese, ed in particolare le start-up (per lo più innovative) non trovano strumenti finanziari che, per le condizioni di accesso, l'operatività e gli importi specifici, consentano loro di sfruttare la leva allo sviluppo;
- in un'ottica di breve-medio periodo non si riscontra la presenza di operatori in grado di promuovere localmente operazioni di supporto alle start-up mediante partecipazione al capitale di rischio. Sebbene le analisi a livello nazionale mostrano un aumento delle operazioni in tale segmento di mercato nel 2015, ciò non ha trovato riscontro a livello regionale. Il Friuli Venezia Giulia, infatti, pur collocandosi quarta tra le regioni italiane per numero di operazioni di private equity e venture capital, concentra tutte le operazioni nel primo comparto, lasciando quindi scoperto il fronte del venture capital ed in particolare il segmento delle start up.

## 2 VALORE AGGIUNTO DELLO STRUMENTO FINANZIARIO

Per quanto riguarda la **dimensione quantitativa del valore aggiunto** del Fondo di Venture Capital, gli elementi da prendere in considerazione, in linea con quanto indicato dalle Linee guida comunitarie<sup>7</sup>, sono l'effetto leva, che è strettamente dipendente dal valore delle risorse aggiuntive che il futuro soggetto gestore sarà in grado di apportare (tanto maggiori saranno, tanto più elevata potrà essere la leva delle risorse pubbliche disponibili; gli scenari ipotizzati portano a stimare un effetto leva di 1,09 nel caso il soggetto gestori apporti 0,5 Meuro di capitale privato e di 2 nel caso l'apporto sia di ulteriori 5,5 Meuro), l'intensità dell'aiuto (fondamentalmente nullo in quanto il sussidio viene ipotizzato uguale al finanziamento ricevuto dall'impresa), l'effetto revolving (sostanzialmente nullo rispetto alle modalità di operatività previste tipiche di un fondo di Venture Capital in un arco temporale di medio periodo) e il contributo del destinatario finale (non atteso dalle modalità di operatività previste).



La **dimensione qualitativa** del valore aggiunto deve considerare come lo strumento finanziario agisca sulle seguenti variabili:

- crescita economica, in quanto lo strumento viene proposto e attivato con l'idea di contrastare le dinamiche recessive e costrittive del sistema economico e imprenditoriale del Friuli Venezia Giulia;
- competitività, le imprese friulane dimostrano un'alta propensione all'innovazione, registrando un'incidenza significativa di start-up innovative in rapporto alle società di capitali. Tuttavia le politiche creditizie restano rigide costituendo un elemento di forte impedimento allo sviluppo produttivo e imprenditoriale, che si traduce in una ridotta capacità competitiva dell'intero sistema territoriale. Rispetto ai prestiti che prevedono forme di retribuzione dei capitali prestati, i fondi a capitale di rischio mettono a disposizione capitali stabili e attuano forme di selezione degli investimenti molto accurate, soprattutto sul fronte della bontà "economica" del progetto piuttosto che di quella meramente finanziaria. Oltretutto, una maggiore

<sup>7</sup> Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period General methodology covering all thematic objectives Volume I, European Commission and European Investment Bank, version 1.2 April 2014, Cap 4.

capitalizzazione consente all'impresa, nello specifico alla start-up di presentarsi sul mercato del credito con maggiore forza;

- ❑ creazione di occupazione;
- ❑ migliorare la capacità e le competenze dei soggetti coinvolti (capacity building), strumenti tradizionali quali il contributo a fondo perso o il prestito mettono a disposizione sostanzialmente risorse finanziarie, mentre tramite un fondo di venture capital vengono messe a disposizione delle imprese anche competenze, in particolare manageriali (aspetto di rilievo e fattore critico di successo in quanto spesso chi avvia una start up ha buone idee imprenditoriali ma non necessariamente capacità manageriali).

Oggetto di attento monitoraggio nella prospettiva della **coerenza**, sono senza dubbio le leve finanziarie promosse e gestite da Friulia Veneto Sviluppo SGR. In particolare, Friulia Veneto Sviluppo SGR ha attivato il Fondo Sviluppo PMI e il Fondo AlAdInn Ventures. Entrambi i fondi non presentano articolari problemi di coerenza con lo strumento di venture capital che si intende attivare, il primo per il presupposto della esclusione dal finanziamento delle aziende in fase di start-up, il secondo perché ha terminato il suo periodo di investimento.

Sempre nella logica della valutazione di coerenza con altri strumenti finanziari, vanno considerati:

- ❑ il Fondo nazionale innovazione, con particolare riferimento alla Linea capitale di rischio. In questo ambito il Ministero dello Sviluppo Economico ha costituito un fondo mobiliare chiuso denominato IPGEST, gestito dalla SGR INNOGEST che opera in logica private equity e venture capital a sostegno di micro, piccole e medie imprese costituite sotto forma di società di capitali e ubicate nel territorio nazionale. Le specifiche di operatività del fondo lo avvicinano al framework regolamentare e normativo comunitario relativo agli strumenti finanziari non presentando particolari criticità nella prospettiva di una reciproca coerenza.
- ❑ gli interventi a valere sul Fondo Italiano di Investimento per le PMI, che si strutturano in diverse tipologie di fondi dal private equity al venture capital, al private debt per i quali non si rilevano particolari criticità in termini di coerenza con lo strumento finanziario.
- ❑ il Fondo Italia Venture I, fondo dedicato al venture capital – con particolare riferimento alle start up innovative e alle PMI ad alto potenziale di crescita a livello nazionale e internazionale - gestito da Invitalia Ventures SGR. Nel Fondo Italia Venture I vi è un particolare impegno verso il coinvolgimento di operatori internazionali.
- ❑ il Bando regionale FVG per le PMI per favorire il trasferimento di innovazione e di conoscenza mediante contributi in conto capitale, senza criticità dal punto di vista della coerenza con lo strumento finanziario.
- ❑ il Fondo di fondi per il capitale di crescita delle PMI della Macroregione Alpina Italiana, denominato Alpine Growth Investment Platform (AlpGIP) programmato per un avvio dell'operatività nel secondo trimestre 2017. Nell'ottica precipua della valutazione di coerenza con lo strumento finanziario, va sottolineato come il Fondo AlpGIP abbia un impegno prevalente sul late venture capital, escludendo però la fase di early stage/seed capital.

Per quanto riguarda altre azioni supportate dal cofinanziamento del PO FESR Regione Friuli Venezia Giulia 2014-2020, esse si focalizzano su strumenti più classici di debito e di garanzia, sviluppando tipologie di sostegno coerenti e sinergiche con l'azione 1.4 entro la quale si iscrive il Fondo di Venture capital.



La coerenza dello strumento finanziario in ambito di investimenti in capitali di rischio (venture capital)<sup>8</sup> dovrà essere assicurata nel rispetto dei vincoli previsti dalla disciplina degli **aiuti di Stato**.

Nello specifico del Fondo di Venture Capital in esame, il rispetto della normativa sugli aiuti di stato è garantito in quanto:

- con riferimento al soggetto gestore, la remunerazione (ossia i costi e/o le commissioni di gestione) rispecchia quella corrente di mercato in situazioni paragonabili ed esso è gestito in modo professionale, in quanto sono rispettate le condizioni del comma 15 dell'art. 21 del Reg. 651/2014:
  - viene selezionato attraverso gara pubblica (trasparente, non discriminatoria e obiettiva);
  - viene remunerato secondo i limiti stabiliti dal Reg. 480/2014, artt. 13 e 14
  - assume i rischi e partecipa ai guadagni secondo quanto stabilito e nei limiti indicati dall'art. 21 del Reg. 651/2014
  - partecipa con risorse proprie al capitale del fondo (rispettando quanto previsto al comma 10 dell'art. 21 del Reg. 651/2014)
- con riferimento alle imprese destinatarie della partecipazione, sono rispettati i limiti definiti dall'art. 22 del Reg. 651/2014 e nel caso, quelli stabiliti dall'art. 21 dello stesso regolamento.



---

<sup>8</sup> Il Regolamento (UE) N. 651/2014 della Commissione del 17 giugno 2014 che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato (General Block Exemption Regulation – GBER), all'articolo 2, item 71) definisce cosa sia un "investimento per il finanziamento del rischio": investimenti in equity e quasi-equity, prestiti, compresi i leasing, le garanzie o una combinazione di questi strumenti, a favore di imprese ammissibili al fine di realizzare nuovi investimenti".

### 3 RISORSE PUBBLICHE E PRIVATE ADDIZIONALI

In base alla previsione sulla strategia del fondo, in particolare in merito alla compartecipazione richiesta al futuro soggetto gestore ed alla possibilità di consentire la raccolta di risorse aggiuntive, è possibile stimare un quadro delle risorse complessive messe a disposizione.

Il soggetto gestore dovrà garantire, a fronte dei 5,5 Meuro di contributo pubblico un apporto aggiuntivo di risorse. Tale apporto può essere variabile, dovendo in ogni caso garantire le risorse necessarie per ottemperare a quanto previsto dalla pertinente normativa sugli aiuti in merito alle risorse aggiuntive private nel caso si applichi l'art. 21 del GBER (commi 10 ed 11).

In prima battuta si può ipotizzare un primo scenario "basso" laddove il soggetto gestore garantisce un apporto minimo di 0,5 Meuro, oltre alla disponibilità di risorse pubbliche. Potrebbe essere utile valutare l'ipotesi di mantenere nel tempo il fondo aperto ad apporti di nuovi investitori, alle condizioni stabilite nell'accordo di finanziamento. Si può poi ipotizzare uno scenario "alto" laddove il soggetto gestore possa spingersi a pareggiare il valore delle risorse pubbliche disponibili, mettendo a disposizione ulteriori 5,5 milioni di Euro.

Ciò porta a stimare una quota di risorse aggiuntive che varia da un minimo di 0,5 Meuro ad un massimo di 5,5 milioni di Euro.

L'effetto leva viene calcolato, di conseguenza, sulla base di due scenari caratterizzati da un diverso apporto di risorse aggiuntive, secondo le stime sopra riportate:

- Ipotesi 1: risorse disponibili 5,5 Meuro di risorse pubbliche + 0,5 Meuro di risorse private, per un totale di 6 Meuro. In questa ipotesi, l'effetto leva calcolato secondo la metodologia della CdCE risulta pari a 1,09 ed il moltiplicatore secondo l'approccio della CE risulta pari a 2,18;
- Ipotesi 2: risorse disponibili 5,5 Meuro di risorse pubbliche + 5,5 Meuro di risorse private, per un totale di 11 Meuro. In questa ipotesi, l'effetto leva calcolato secondo la metodologia della CdCE risulta pari a 2 ed il moltiplicatore secondo l'approccio della CE risulta pari a 4.



Gli indici calcolati valgono a livello complessivo come stima. A livello di singola operazione possono essere determinate quote diverse di compartecipazione della quota pubblica e privata del fondo nel rispetto dei limiti di regolamento (in particolare comma 11, art. 21, Reg. UE 651/2014 laddove trovasse applicazione).

## 4 INSEGNAMENTI TRATTI DA STRUMENTI ANALOGHI

L'analisi di casi analoghi attuati nell'ambito dei POR FESR 2007-2013 nelle Regioni del Centro-Nord dell'Italia (Emilia Romagna, Lazio, Liguria, Toscana e Veneto), ha consentito di far emergere le lezioni apprese dalle diverse esperienze, delineandole per quattro elementi ritenuti di particolare interesse: la *governance*, la strutturazione della gestione del fondo, la strategia di investimento e le modalità di utilizzo per massimizzare le risorse del FESR.

Il punto di partenza per predisporre e attivare un FVC riguarda la *governance* dello strumento finanziario e gli elementi gestionali connessi: è necessario individuare quali soggetti potranno e dovranno essere coinvolti nell'attuazione del FVC e quali modalità operative sarà opportuno prevedere per rendere l'intervento del fondo il più efficace possibile. Al riguardo si ritiene di interesse considerare le caratteristiche del soggetto gestore, lo schema pubblico/privato adottato per attrarre co- investitori privati, il coinvolgimento dei venture capitalist specialisti.



Strettamente connesso alla definizione della *governance* dello strumento finanziario è il tema della identificazione delle modalità operative che possano rendere l'intervento del fondo il più efficace possibile. In tale ottica, si ritiene di interesse focalizzare l'attenzione sugli aspetti di maggiore attenzione per la gestione del FVC: la remunerazione del soggetto gestore, le competenze del soggetto gestore, la fase di

*scouting*, gli accorgimenti per facilitare la *due diligence*, i "negoziati" per la sottoscrizione dei contratti di finanziamento, le modalità operative per semplificare il *follow-on*, i meccanismi per incentivare l'exit del fondo dall'impresa.

Il terzo fattore chiave per l'attivazione di un FVC riguarda il target dello strumento: è necessario definire con chiarezza quali sono le caratteristiche che è opportuno che le imprese destinatarie dell'intervento del fondo posseggano. Nello specifico è opportuno considerare: la fase del ciclo di vita dell'impresa su cui interviene il VC e il settore economico di appartenenza dell'impresa.

L'ultimo aspetto su cui concentrare l'attenzione per l'attivazione di un FVC riguarda l'utilizzo del FESR in modo da massimizzare l'efficacia e l'efficienza delle risorse comunitarie, considerando le modalità di utilizzo delle risorse FESR, l'effetto moltiplicatore che si vuole ottenere, la necessità di sviluppare sinergie con altri strumenti regionali.

In coerenza con la metodologia di valutazione *ex ante* definita per gli strumenti finanziari nel periodo di programmazione 2014-2020, appare opportuno rileggere le esperienze considerate in modo da valorizzare gli insegnamenti appresi per individuare i possibili rischi cui è possibile vada incontro lo strumento finanziario definito dalla Regione Autonoma Friuli Venezia Giulia, avendo cura di evidenziare fin d'ora le soluzioni da approntare per superare la criticità.

A tal fine, il presente paragrafo presenta l'analisi dettagliata delle differenti categorie, rispetto alle quali la Tabella seguente riporta il giudizio sintetico.

**Tabella –Categorie di valutazione del rischio e valutazione del grado di intensità**

Tipologia di rischio	Caratteristiche	Intensità di rischio
<b>Rischio di governance</b>	Mancanza di impegno, supporto o sostegno; insufficiente coerenza con altre iniziative	BASSO (l'iniziativa è <i>bottom up</i> , nasce come esigenza sentita dalle imprese locali, raccolta dagli incubatori friulani e dalla Regione Autonoma Friuli Venezia Giulia)
<b>Rischio di gestione</b>	Inefficace/inefficiente gestione del programma; insoddisfacente progettazione, monitoraggio o controllo; inappropriato processo di <i>decision making</i>	MEDIO-BASSO (l'individuazione del soggetto gestore tramite procedura di selezione consente una mitigazione di questo rischio rispetto all'affidamento diretto di una società in house)
<b>Rischio finanziario</b>	Rischio di credito (o di insolvenza), rischio di controparte, rischio di tesoreria o liquidità, rischio operativo, costo dello strumento finanziario	ALTO (l'investimento nelle <i>start-up</i> innovative presenta rischi economici più elevati rispetto agli investimenti tradizionali)
<b>Rischio organizzativo</b>	Inadeguato allineamento organizzativo; <i>change management</i> ; insufficiente; mancanza di competenze; insufficienza di personale; mancanza di formazione; inefficace programmazione nel tempo; rischio informatico (rispetto a hardware, software, sicurezza, disponibilità, <i>disaster recovery</i> , ecc.)	MEDIO (dagli insegnamenti delle esperienze pregresse verranno mutate un insieme di scelte organizzative che consentiranno di ridurre il rischio che, viceversa, sarebbe elevato)

## 5 STRATEGIA DI INVESTIMENTO

La proposta di strumento finanziario nasce dall'esigenza del PO FESR 2014-2020 del Friuli Venezia Giulia, confermata dall'analisi di contesto, di sostenere le startup nella regione che hanno un elevato potenziale di sviluppo ma, data la loro natura altamente innovativa, e la necessità di forti investimenti in ricerca e sviluppo, risultano più fragili rispetto alle imprese tradizionali. L'approfondimento valutativo rispetto alle possibili forme di sostegno attivabili sul territorio regionale, svolto dagli incubatori certificati regionali su richiesta della giunta regionale, ha confermato l'insufficienza nella regione di fondi pubblici o privati a sostegno dell'*equity* per lo sviluppo di startup innovative ed ha rilevato che un fondo di venture capital rappresentasse una delle possibili e concrete forme di sostegno alle startup innovative. È inoltre emerso che tale strumento non è attivo in Friuli Venezia Giulia e che si renderebbe opportuno soprattutto nella prima fase di sviluppo delle imprese. Un Fondo di Venture Capital consentirebbe l'apporto non solo di capitale ma anche di competenze manageriali, sostenendo la crescita e aumentando il tasso di sopravvivenza delle startup. In seguito a quanto emerso dagli approfondimenti valutativi è stata ritenuta necessaria l'attivazione di questo strumento finanziario dall'Assessore alle attività produttive, turismo e cooperazione e dalla Giunta regionale. La Giunta regionale ha dato mandato alla struttura "Servizio per l'accesso al credito delle imprese", Direzione centrale attività produttive, turismo e cooperazione, di provvedere alla realizzazione della presente valutazione ex ante, prevista ai sensi dell'Art. 37 del Regolamento (UE) n.1303/2013.

La strategia d'investimento deve considerare che, pur trattandosi di uno strumento finanziario, la sua collocazione in un ambito pubblico pone su di esso un fine di sostenere lo sviluppo economico in un modo alternativo e complementare al consueto contributo a fondo perso. Deve, di

**POR FESR 2014-2020 Regione Autonoma Friuli Venezia Giulia**  
**Azione 1.4: attivazione di un fondo di Venture Capital – Valutazione ex ante**

conseguenza, essere promossa un'operazione con potenziale esito win-win, in cui la parte pubblica consegue l'obiettivo di creare sviluppo economico, e la parte privata ottiene l'obiettivo di creare valore. La strategia d'azione del costituendo Fondo di venture capital dovrà essere caratterizzata in base agli elementi sintetizzati nella seguente tabella:

Elemento	Descrizione
<b>Obiettivi</b>	Supportare le nuove imprese (start up) innovative ad alta intensità di applicazione di conoscenza e le iniziative di spin-off della ricerca nella prima fase di vita al fine di consolidare la sostenibilità economica dell'impresa e l'occupazione; Promuovere un tessuto di imprese innovative, possibilmente clusterizzate, e rendere maggiormente competitivi i settori produttivi selezionati
<b>Risorse</b>	Le risorse pubbliche messe a disposizione dal POR FESR 2014-2020 sono pari a 5,5 milioni di Euro. A tali risorse dovranno aggiungersi le risorse messe a disposizione dal soggetto gestore. Tali risorse potranno essere definite in sede di selezione, ma dovranno in ogni caso garantire quanto previsto dall'art. 21, comma 10 ed 11 del GBER in merito alle risorse private aggiuntive, nel caso si operasse sulla base di tale articolo. Il suggerimento, in sede di valutazione ex ante, è quello di richiedere in fase di selezione un apporto minimo e di incentivare un apporto di risorse superiore tramite l'assegnazione di un punteggio premiale per i proponenti calcolato in base al valore delle risorse aggiuntive
<b>Durata</b>	Medio-lunga: si possono ipotizzare almeno 10 anni (prorogabili a 12 anni) di cui 4/5 anni per il periodo di investimento e 5/7 anni per il ciclo di vita della partecipazione.
<b>Struttura strumento finanziario</b>	Fondo di venture capital a partecipazione mista pubblico-privato
<b>Tipo di investimento</b>	L'investimento dovrebbe essere limitato al private equity rivolto a nuove imprese (start up), escludendo operazioni di fasi precedenti (es: pre-seed, seed)
<b>Destinatari</b>	Start up con sede legale ed operativa in Regione Friuli Venezia Giulia, con priorità alle start up appartenenti ai settori individuati dalla S3
<b>Soglia minima e massima di investimento</b>	minimo 150.000 / 200.000; massimo 1.200.000 / 1.500.000
<b>Partecipazione del fondo al capitale dell'impresa</b>	Compreso tra 20% e 49%
<b>Gestore del Fondo</b>	Selezionato con gara con gara pubblica, nel rispetto della normativa comunitaria e nazionale. Nel rispetto della normativa comunitaria (cfr. Reg. 480/2014), dovrebbero essere determinati in modo tale da essere incentivanti rispetto ad una gestione efficiente da parte del soggetto gestore selezionato. Una proposta in tal senso, che assume valore esemplificativo, è riassunta dallo schema seguente:
<b>Costi di gestione</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ canone amministrativo 1,25% dell'ammontare del fondo per i primi due anni + eventuale rimborso dei costi vivi (da specificare nell'accordo di finanziamento quali siano quelli ammissibili) entro il limite di un ulteriore 1% anno sul valore del fondo per i primi due anni; successivamente un canone di gestione del 1% l'anno dei contributi del programma impegnati a norma del pertinente accordo di finanziamento a favore dello strumento finanziario.</li> <li>✓ Success fee del 1,25% l'anno dei contributi del programma pagati ai sensi dell'articolo 42, paragrafo 1, lettera a), del regolamento (UE) n. 1303/2013 ai destinatari finali sotto forma di capitale azionario fino al 50% del contributo totale del programma al fondo; 2% per la quota eccedente il 50%.</li> </ul>
<b>Leve per il gestore</b>	Si suggerisce di adottare, contemporaneamente, sia uno schema di upside leverage (la prima parte dei guadagni del guadagno, entro una soglia stabilita, va al gestore; i guadagni oltre tale soglia sono poi ripartiti a metà), sia uno schema di down-side protection (le prime perdite fino ad una soglia stabilita sono imputate alla quota POR del Fondo; oltre tale soglia le perdite sono equamente suddivise). Tali schemi, sulla base di soglie stabilite già in fase di selezione, potrebbero essere oggetto di premialità in sede di gara, riconoscendo un punteggio maggiore all'offerente che rinuncia a quote di utili garantiti ed accetta di condividere quote maggiori di perdite
<b>Clausole di uscita</b>	La strategia di investimento dovrebbe prevedere un modello di agevolazione dell'exit dagli investimenti, a salvaguardia delle risorse del Fondo. Ad esempio la possibilità di uscire in ogni momento dal singolo investimento con il pagamento di una quota <i>simbolica</i> come strumento di stop-loss

Per quanto riguarda la struttura di governo, il FVC sarà gestito da un operatore selezionato tramite gara pubblica. Nella selezione del soggetto gestore, verranno presi in considerazione i seguenti elementi: conoscenza e legami con il territorio (ad esempio con università ed incubatori), conoscenza dello specifico segmento di mercato (venture capital), competenze dei tecnici (business manager ed analisti) ed articolazione dello staff messo a disposizione, modalità di scouting e due diligence, performance nelle passate gestioni di FVC, capacità di raccolta di fondi aggiuntivi, proposta di ribasso rispetto alle percentuali proposte come commissioni riconosciute.

Il soggetto gestore dovrà garantire una struttura di gestione in coerenza con quanto previsto dal SIGECO del POR, assumendo le scelte di investimento in piena autonomia.

La scelta degli investimenti dovrebbe essere presa ad un livello più tecnico possibile, possibilmente da una commissione tecnica, non a livello di CdA del soggetto gestore.

Sarebbe inoltre opportuno prevedere l'istituzione di un comitato consultivo / advisory board misto (AdG; gestore; esperti indipendenti) che supervisioni l'operato del soggetto gestore.

## 6 RISULTATI ATTESI

Il costituendo Fondo di Venture Capital si pone nell'ambito dell'azione 1.4 del POR, incardinata quindi nell'Asse 1, che a sua volta attiva la priorità d'investimento 1b) dell'Accordo di Partenariato, il cui obiettivo è di *"Promuovere gli investimenti delle imprese in R&I (...)"*.

In particolare, l'**obiettivo specifico** del POR collegato all'Azione 1.4 è *"Aumento dell'incidenza di specializzazioni innovative in perimetri applicativi ad alta intensità di conoscenza"* ed il **risultato** associato a tale obiettivo specifico è *"la creazione di imprese innovative, esclusivamente negli ambiti e nelle traiettorie tecnologiche definiti dalla Strategia di specializzazione intelligente, attraverso il sostegno alla creazione e al consolidamento di start-up innovative ed alle iniziative di spin-off della ricerca, incoraggiando la natalità e la sopravvivenza delle imprese in settori knowledge intensive, nell'ottica di completare e integrare le forme di supporto previste a livello nazionale"*.

Più specificamente, l'intervento si propone di incidere positivamente sul tasso di sopravvivenza delle imprese nei settori ad alta intensità di conoscenza avviate nel territorio regionale.

L'intervento concorre anche a perseguire una delle priorità indeterminate dalla Smart Specialisation Strategy (S3); l'Azione 1.4 del POR si può ricollegare alla Priorità 3 "Promuovere la nuova imprenditorialità innovativa per l'incremento dell'incidenza di specializzazioni innovative in perimetri applicativi ad alta intensità di conoscenza per lo sviluppo di nuovi prodotti ad alto contenuto tecnologico"<sup>9</sup>.



---

<sup>9</sup>. Le altre priorità della S3 sono:

Sulla base della dotazione del Fondo ipotizzata, delle esperienze simili della programmazione 2007-2013 e dei dati più generali degli strumenti finanziari di venture capital a livello nazionale e comunitario, è possibile stimare il **contributo dello strumento finanziario al conseguimento degli output e dei risultati attesi** del POR, quantificando i target degli specifici indicatori conseguenti all'implementazione del fondo di Venture Capital.

La tabella seguente riprende gli indicatori previsti dal POR collegati all'azione 1.4 e riporta la stima del target riferito all'indicatore nelle due ipotesi relative alla dotazione finanziaria del Fondo (scenario 1 – 6,5 milioni di Euro; scenario 2 – 11 milioni di Euro)

AZIONI	INDICATORI DI OUTPUT/REALIZZAZIONE	TARGET POR AL 2023	STIMA DEL CONTRIBUTO DELLO STRUMENTO AGLI OUTPUT (SCENARIO 1)	STIMA DEL CONTRIBUTO DELLO STRUMENTO AGLI OUTPUT (SCENARIO 2)
<b>Azione 1.4 - Sostegno alla creazione e al consolidamento di start-up innovative ad alta intensità di applicazione di conoscenza e alle iniziative di spin-off della ricerca</b>	Numero di nuove imprese beneficiarie di un sostegno	10	15	27
	Crescita dell'occupazione nelle imprese beneficiarie di un sostegno	40	53	94
	<b>INDICATORE DI RISULTATO</b>	<b>TARGET AL 2023</b>	<b>STIMA DEL CONTRIBUTO DELLO STRUMENTO AI RISULTATI ATTESI</b>	
	Tasso di sopravvivenza a tre anni delle imprese nei settori ad alta intensità di conoscenza	70.0% (baseline 67,4%)	>75%	

L'attuazione **del processo di monitoraggio dello strumento finanziario** è finalizzato a raccogliere i dati e le informazioni a disposizione dei differenti attori coinvolti (Autorità di Gestione, Struttura responsabile dell'attuazione, Soggetto Gestore, Imprese start-up), sia per assicurare efficacia a livello interno, sia per garantire che il reporting richiesto nei confronti della Commissione europea (da trasmettere annualmente in forma di relazione specifica sulle operazioni che comprendono strumenti finanziari, sotto forma di un allegato della relazione di attuazione annuale<sup>10</sup>) sia accurato e basato sui migliori dati possibili.

Sarà necessario prevedere un flusso informativo costante, attraverso una **reportistica periodica** (da indicare puntualmente nell'accordo di finanziamento specificando anche il modello di reportistica/monitoraggio), elaborata dal Gestore del Fondo e regolarmente messa a disposizione della Struttura responsabile dell'attuazione e dell'Autorità di gestione, che dovrà redigere l'allegato al RAE e dovrà, inoltre, alimentare gli indicatori previsti dal POR.

- Sviluppare la collaborazione e le sinergie tra imprese e tra imprese e strutture scientifiche;
- Promuovere gli investimenti delle imprese in innovazione e industrializzazione dei risultati della ricerca;

<sup>10</sup> Come richiesto dall'Art. 46 del Regolamento UE 1303/2013

## 7 DISPOSIZIONI DI RIESAME DELLA VALUTAZIONE EX ANTE

L'Autorità di Gestione del Programma Operativo FESR Regione Friuli Venezia-Giulia 2014-2020, così come le strutture di gestione specifiche dello strumento finanziario, potranno – se necessario – procedere ad una revisione della presente valutazione rispetto ai seguenti elementi cardine:

- analisi dei fallimenti del mercato, delle condizioni di investimento subottimali e delle esigenze di investimento per settori strategici e obiettivi tematici o delle priorità di investimento da affrontare al fine di contribuire al raggiungimento di obiettivi specifici definiti nell'ambito di una priorità e da sostenere mediante lo strumento finanziario
- valutazione del valore aggiunto dello strumento finanziario, della coerenza con altre forme di intervento pubblico, delle possibili implicazioni in materia di aiuti di Stato, della proporzionalità dell'intervento previsto e delle misure intese a contenere al minimo la distorsione del mercato
- stima delle risorse pubbliche e private aggiuntive che lo strumento finanziario ha la possibilità di raccogliere e l'effetto moltiplicatore previsto
- valutazione delle lezioni tratte dall'impiego di strumenti analoghi e dalle valutazioni ex ante effettuate in passato
- strategia di investimento proposta
- indicazione dei risultati attesi e del modo in cui lo strumento finanziario contribuisce al conseguimento degli obiettivi specifici della pertinente priorità

Non va dimenticato, perché di estremo rilievo rispetto all'oggetto specifico di valutazione, che lo strumento finanziario sarà incardinato in sistemi di monitoraggio, controllo e valutazione in itinere così come previsti al precedente par. 6.3.

In ogni caso, e in coerenza col dettato normativo comunitario espresso dal Regolamento 1303/2013, è opportuno prevedere la predisposizione di strumenti che segnalino la necessità di una revisione o di un aggiornamento.

Laddove gli strumenti di monitoraggio e sorveglianza dovessero far emergere esigenze di riesame, ne dovrà essere informata l'Autorità di Gestione del POR. Sarà l'AdG a prendere in esame l'esigenza ed a decidere, se del caso, il riesame della Vexa.

