



Regione Lombardia

---

**Valutazione ex Ante**  
**(ex art. 37 Regolamento Generale (UE) n. 1303/2013)**

**Strumenti Finanziari a supporto dell'avvio di attività  
imprenditoriali nell'ambito della Programmazione Comunitaria  
2014-2020 di Regione Lombardia**

---

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>1</b>
<b>1. ANALISI DEI FALLIMENTI DEL MERCATO, DELLE CONDIZIONI DI INVESTIMENTO SUBOTTIMALI E DELLE ESIGENZE DI INVESTIMENTO</b> .....	<b>5</b>
1.1 ANALISI DI SISTEMA E DEL CONTESTO ECONOMICO E SOCIALE .....	6
1.1.1 Prodotto Interno Lordo.....	7
1.1.2 Commercio estero .....	9
1.1.3 La dinamica demografica.....	10
1.1.4 Il mercato del lavoro .....	11
1.2 ANALISI DELLA STRUTTURA DEL SISTEMA PRODUTTIVO LOMBARDO .....	14
1.3 L'AVVIO DI ATTIVITÀ IMPRENDITORIALI E LE START UP INNOVATIVE .....	19
1.3.1 Le nuove attività imprenditoriali in Lombardia.....	19
1.3.2 Le start up innovative in Regione Lombardia.....	26
1.4 ANALISI DEI FABBISOGNI FINANZIARI DELLE IMPRESE .....	35
1.4.1 La struttura finanziaria delle imprese .....	36
1.4.2 Le specificità delle imprese in fase di avvio.....	38
1.5 ANALISI DEI CANALI DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE IN FASE DI AVVIO .....	39
1.5.1 Il mercato del credito bancario .....	42
1.5.2 Ricognizione dei principali investitori in capitale di rischio.....	44
1.5.3 Il mercato del Venture Capital e del Private Equity.....	49
1.5.4 I possibili canali alternativi per gli investimenti in capitale di rischio .....	59
1.5.5 Il mercato dell'Alternative Investment Market di Borsa Italiana.....	60
1.5.6 L'equity crowdfunding.....	62
1.6 ANALISI E QUANTIFICAZIONE DEI GAP DELL'INVESTIMENTO NELL'AVVIO DI ATTIVITÀ IMPRENDITORIALI E IN CAPITALE DI RISCHIO .....	68
<b>2. VALORE AGGIUNTO DELLO STRUMENTO FINANZIARIO</b> .....	<b>79</b>
2.1 VALORE AGGIUNTO DELLO STRUMENTO FINANZIARIO .....	79
2.1.1 Linea Start e Re Start.....	80
2.2 COERENZA CON ALTRE FORME DI INTERVENTO PUBBLICO .....	85
2.2.1 Coerenza con interventi pubblici locali/regionali e nazionali.....	86
2.2.1 Coerenza con interventi pubblici UE.....	89
2.3 IMPLICAZIONI IN TERMINI DI AIUTI DI STATO .....	91
2.3.1 Linea Start e Re Start.....	92

<b>3. RISORSE PUBBLICHE E PRIVATE ADDIZIONALI .....</b>	<b>94</b>
3.1 ADDIZIONALITÀ DI RISORSE PUBBLICHE E PRIVATE ED EFFETTO LEVA.....	94
3.1.1 <i>Linea Start e Re Start</i> .....	94
<b>4. INSEGNAMENTI TRATTI DA STRUMENTI ANALOGHI.....</b>	<b>96</b>
4.1 ANALISI DEGLI INSEGNAMENTI TRATTI DA STRUMENTI ANALOGHI .....	96
4.1.1 <i>Valutazioni ex ante condotte da Regione Lombardia in passato</i> .....	96
4.1.2 <i>Analisi di Strumenti Finanziari analoghi</i> .....	96
4.2 APPLICAZIONE FUTURA DEGLI INSEGNAMENTI.....	108
4.2.1 <i>Linea Start e Re Start</i> .....	108
<b>5. STRATEGIA DI INVESTIMENTO.....</b>	<b>111</b>
5.1 COME NASCE LA PROPOSTA DELLO STRUMENTO FINANZIARIO .....	111
5.2 LA STRATEGIA DI INVESTIMENTO .....	114
5.2.1 <i>Linea Start e Re Start</i> .....	114
5.3 ESAME DELLE OPZIONI PER QUANTO RIGUARDA LE MODALITÀ DI ATTUAZIONE .....	116
5.3.1 <i>Linea Start e Re Start</i> .....	116
5.4 COMBINAZIONE PREVISTA CON IL SOSTEGNO SOTTO FORMA DI SOVVENZIONI.....	116
5.4.1 <i>Linea Start e Re Start</i> .....	116
<b>6. RISULTATI ATTESI .....</b>	<b>118</b>
6.1 RISULTATI ATTESI.....	118
6.1.1 <i>Linea Start e Re Start</i> .....	118
6.2 CONTRIBUTO DELLO STRUMENTO FINANZIARIO AGLI OBIETTIVI STRATEGICI.....	119
6.2.1 <i>Linea Start e Re Start</i> .....	119
6.3 IL PROCESSO DI MONITORAGGIO E CONTROLLO .....	119
<b>7. DISPOSIZIONI DI RIESAME DELLA VALUTAZIONE EX ANTE .....</b>	<b>122</b>
7.1 I SOGGETTI .....	122
7.2 IL MECCANISMO DI RIESAME E AGGIORNAMENTO .....	122
<b>APPENDICE.....</b>	<b>124</b>
GLOSSARIO.....	124
RIFERIMENTI NORMATIVI .....	127
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA.....	129

## INTRODUZIONE

Nell'ambito della Programmazione 2014-2020 dei Fondi Strutturali e di Investimento Europei (cosiddetti "Fondi SIE"), gli strumenti finanziari costituiscono una categoria speciale di spesa, la cui positiva concezione e applicazione dipendono da una corretta valutazione delle lacune e delle esigenze del mercato. Per questo motivo, i regolamenti europei hanno introdotto una nuova disposizione in base alla quale **gli strumenti finanziari devono essere progettati sulla base di una Valutazione ex Ante ("VexA")** che individui i fallimenti di mercato e le condizioni di investimento subottimali, le relative esigenze di investimento, il possibile intervento del settore privato e il valore aggiunto apportato dallo strumento finanziario in questione. L'Art. 37 del Reg. (UE) 1303/2013 prevede infatti che l'eventuale sostegno a strumenti finanziari da parte dei Fondi SIE sia basato su *"una valutazione ex ante che abbia fornito evidenze sui fallimenti del mercato o condizioni di investimento subottimali, nonché sul livello e sugli ambiti stimati della necessità di investimenti pubblici, compresi i tipi di Strumenti Finanziari da sostenere"*.

Tale Valutazione ex Ante, in sostanza, ha il compito di fornire all'Autorità di Gestione ("AdG") di un Programma Operativo gli elementi che hanno condotto all'individuazione di uno specifico strumento finanziario, per sostenerne l'adeguatezza in risposta al bisogno individuato, al fine di garantire che lo strumento possa contribuire al raggiungimento degli obiettivi del POR. La VexA consente all'Autorità di Gestione di focalizzarsi sui *gap* di mercato individuati, ovvero sul livello e sugli ambiti nei quali è stata stimata la necessità di un intervento pubblico, coerentemente con gli obiettivi del POR e dei suoi Assi prioritari.

### **Il Regolamento Generale (UE) n. 1303/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio, disciplina, all'articolo 37, i contenuti minimali di una VexA:**

- *"un'analisi dei fallimenti del mercato, delle condizioni di investimento subottimali e delle esigenze di investimento in relazione alle priorità di investimento in cui si colloca lo strumento finanziario proposto al fine di contribuire al raggiungimento degli obiettivi specifici definiti nell'ambito di una priorità di un programma operativo. Tale analisi si basa sulla metodologia delle migliori prassi disponibili;*
- *una valutazione del valore aggiunto dello strumento finanziario proposto, della coerenza con altre forme di intervento pubblico che si rivolgono allo stesso mercato, delle possibili implicazioni in materia di Aiuti di Stato, della proporzionalità dell'intervento previsto e delle misure intese a contenere al minimo la distorsione del mercato;*
- *una stima delle risorse pubbliche e private aggiuntive che lo strumento finanziario ha la possibilità di attivare fino al livello del destinatario finale (effetto moltiplicatore previsto) così come definito dall'art. 2.12 del Regolamento Generale n. 1303/2013. Tale stima potrà comprendere, se del caso, una valutazione della necessità di remunerazione preferenziale e del suo livello, intesa ad attrarre risorse complementari da investitori privati e/o una descrizione del meccanismo che sarà impiegato per stabilire la necessità e l'entità di tale remunerazione preferenziale, quale una procedura di valutazione competitiva o adeguatamente indipendente;*

- una valutazione delle lezioni tratte dall'impiego di strumenti analoghi e dalle valutazioni ex ante effettuate in passato, compresa una previsione circa il modo in cui tali lezioni saranno applicate in futuro;
- la strategia di investimento, compreso un esame delle opzioni per quanto riguarda le modalità di attuazione ai sensi dell'articolo 38 del Regolamento (UE) n.1303/2013, i prodotti finanziari da offrire, i destinatari finali e, se del caso, la combinazione prevista con il sostegno sotto forma di sovvenzioni;
- un'indicazione dei risultati attesi e del modo in cui si prevede che lo strumento finanziario considerato contribuisca al conseguimento degli obiettivi specifici previsti, compresi gli indicatori per tale contributo;
- disposizioni che consentano di procedere, ove necessario, al riesame e all'aggiornamento della valutazione ex ante durante l'attuazione di qualsiasi strumento finanziario attuato in base a tale valutazione. Tale riesame dovrà essere previsto almeno nei casi in cui l'Autorità di Gestione ritenga che la valutazione ex ante non rappresenti più con precisione le condizioni di mercato esistenti al momento dell'attuazione”.

Sulla base di tale indicazioni e di quelle contenute nelle Linee Guida “Linee guida metodologiche per la Valutazione Ex Ante” prodotte dalla Commissione Europea<sup>1</sup>, **la presente VexA ha, quindi, lo scopo di illustrare il percorso analitico che, partendo dall'identificazione del gap di investimento nell'avvio delle attività imprenditoriali, ha condotto all'individuazione di strumenti finanziari come la risposta migliore tra le possibili alternative**, da attuare nell'ambito dell'Asse prioritario III “**Promuovere la Competitività delle Piccole e Medie Imprese**” del Programma Operativo Regionale (POR) 2014-2020 di Regione Lombardia a valere sul Fondo Europeo per lo Sviluppo Regionale (FESR), di seguito per brevità POR FESR 2014-2020 di Regione Lombardia.

Con l'Asse prioritario III del POR FESR 2014-2020 di Regione Lombardia, approvato formalmente con Decisione della Commissione europea del 12 febbraio 2015, l'amministrazione regionale ha delineato una strategia fortemente orientata a sostenere il sistema imprenditoriale lombardo.

La strategia delineata nell'Asse III del POR si focalizza, in conformità con le priorità di investimento del FESR relative all'**Obiettivo Tematico 3 “Promuovere la competitività delle PMI, del settore agricolo (per il FEASR) e del settore microcredito e della pesca (per il FEAMP)” del Regolamento Generale 1303/2013**<sup>2</sup>, sulla promozione “*dell'imprenditorialità, in particolare*

---

<sup>1</sup> “European Commission and EIB “Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period. General methodology covering all thematic objectives. Volume I” version 1.0 March 2014”; “Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period. Strengthening research, technological development and innovation (Thematic objective 1). Volume II” version 1.0 April 2014”; “Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period. Enhancing the competitiveness of SME, including agriculture, microcredit and fisheries (Thematic objective 3). Volume I” version 1.0 April 2014”.

<sup>2</sup> Articolo 9 del Regolamento (UE) n. 1303/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 dicembre 2013 recante disposizioni comuni sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione, sul Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca e disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca, e che abroga il Regolamento (CE) n. 1083/2006 del Consiglio.

---

*facilitando lo sfruttamento economico di nuove idee e la creazione di nuove imprese; di nuovi modelli di attività per le PMI, in particolare con riferimento all'internazionalizzazione; di capacità avanzate per lo sviluppo di prodotti e servizi; della capacità delle PMI di impegnarsi nella crescita sui mercati regionali, nazionali e internazionali e nei processi di innovazione”.*

Tali priorità d'investimento si articolano in obiettivi specifici e quindi in azioni di intervento che costituiscono la modalità di perseguimento dell'obiettivo specifico individuato. Le azioni riguardano:

- 1. Interventi di supporto alla nascita di nuove imprese sia attraverso incentivi diretti, sia attraverso l'offerta di servizi, sia attraverso interventi di micro-finanza;*
- 2. Progetti di promozione dell'export destinati a imprese e loro forme aggregate individuate su base territoriale o settoriale;*
- 3. Creazione di occasioni di incontro tra imprenditori italiani e esteri finalizzati ad attrarre investimenti e a promuovere accordi commerciali ed altre iniziative di formazione e promozione rivolte a potenziali investitori esteri;*
- 4. Supporto allo sviluppo di prodotti e servizi complementari alla valorizzazione di identificati attrattori culturali e naturali del territorio, anche attraverso l'integrazione tra imprese delle filiere culturali, turistiche, creative e dello spettacolo, e delle filiere dei prodotti tradizionali e tipici;*
- 5. Sostegno a processi di aggregazione e integrazione tra imprese (reti di imprese) nella costruzione di un prodotto integrato nelle destinazioni turistiche (anche sperimentando modelli innovativi, quali, dynamic packaging, marketing networking, tourism information system, customer relationship management);*
- 6. Sostegno alla competitività delle imprese nelle destinazioni turistiche, attraverso interventi di qualificazione dell'offerta e innovazione di prodotto/servizio, strategica ed organizzativa;*
- 7. Aiuti per investimenti in macchinari, impianti e beni intangibili, e accompagnamento dei processi di riorganizzazione e ristrutturazione aziendale;*
- 8. Potenziamento del sistema delle garanzie pubbliche per l'espansione del credito in sinergia tra sistema nazionale e sistemi regionali di garanzia, favorendo forme di razionalizzazione che valorizzino anche il ruolo dei confidi più efficienti ed efficaci;*
- 9. Promozione e accompagnamento per l'utilizzo della finanza obbligazionaria innovativa per le PMI;*
- 10. Contributo allo sviluppo del mercato dei fondi di capitale di rischio per lo start-up d'impresa nelle fasi pre-seed, seed e early stage.*

Con riferimento al framework di azioni sopra elencate, **Regione Lombardia intende attivare un set di strumenti finanziari da avviare progressivamente nel 2015**, le cui finalità sono riepilogate nella seguente figura e che in maniera generale sono riconducibili alla necessità di rispondere al fabbisogno di risorse finanziarie per sostenere l'avvio di attività imprenditoriale in Lombardia, anche tramite il coinvolgimento di operatori di capitale di rischio.

**Figura 1 - Strumenti finanziari previsti a valere sull'Asse prioritario III del POR FESR 2014-2020 di Regione Lombardia**



Considerato che la Linea SideCar verrà attivata in una seconda fase, il presente documento fornisce:

- un'analisi puntuale dei fallimenti del mercato, delle condizioni di investimento subottimali e delle esigenze di investimento (quantificazione dei gap di mercato) del settore dell'avvio d'impresa e del mercato del capitale di rischio in Lombardia con riferimento ai due strumenti finanziari sopra richiamati, previsti da Regione Lombardia<sup>3</sup>;
- i successivi capitoli sono invece sviluppati con riferimento allo strumento finanziario, Linea Start e Re Start, i cui obiettivi sono favorire l'avvio di nuove iniziative imprenditoriali, a supporto dell'auto-imprenditorialità, della creazione di impresa e dell'auto-impiego ("*Start*") e favorire il rilancio di imprese pre-esistenti, anche tramite la costituzione di nuove società (*Newco*) ("*Re Start*").

Il documento include un'Appendice, contenente:

- un glossario, che fornisce le definizioni dei principali termini impiegati nel documento, in coerenza con la disciplina per la programmazione dei Fondi SIE per il periodo 2014 -2020;
- i principali riferimenti normativi richiamati nel testo, a livello Unione Europea, nazionale e regionale;
- la bibliografia e sitografia, che riporta le fonti prese a riferimento per l'elaborazione del testo e dei dati alla base delle elaborazioni, sia con riguardo agli atti e documenti della Regione Lombardia sia con riguardo a fonti ulteriori, pubbliche e private, nazionali o a livello europeo.

<sup>3</sup> Cfr. capitolo 1 (Analisi dei fallimenti di mercato, delle condizioni di investimento subottimali e delle esigenze di investimento).

## 1. ANALISI DEI FALLIMENTI DEL MERCATO, DELLE CONDIZIONI DI INVESTIMENTO SUBOTTIMALI E DELLE ESIGENZE DI INVESTIMENTO

Il presente capitolo attua quanto disposto dall'Art. 37 del Reg. (UE) 1303/2013, lett. a), che prevede che la Valutazione ex ante degli strumenti finanziari includa: *“un’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 strumenti finanziari”*, o *“gap analysis”*.

In coerenza con le linee guida sulla Valutazione ex ante degli strumenti finanziari *“Ex ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period”*, elaborate dalla Banca Europea per gli Investimenti e dalla Commissione europea (la *“Metodologia BEI”*), il presente capitolo fornisce indicazioni relativamente all’analisi complessiva del mercato, dei fallimenti di mercato, delle condizioni di investimento subottimali e delle esigenze di investimento nel settore dello *start up* e del capitale di rischio nella Regione Lombardia.

L’analisi svolta include:

- analisi di sistema e del contesto economico e sociale della Regione Lombardia;
- analisi del sistema produttivo regionale;
- approfondimento sull’avvio di attività imprenditoriali e sulle *start up* innovative;
- analisi dei fabbisogni finanziari delle imprese, sia in termini di capitale di rischio che di debito;
- analisi dei canali/operatori di investimento in *start up* e capitale di rischio;
- analisi del *gap* dell’investimento nell’avvio di attività imprenditoriali e in capitale di rischio, ovvero dei fallimenti di mercato e delle condizioni di investimento subottimali indentificati sulla base delle analisi svolte in precedenza;
- quantificazione dei *gap* rilevati nel corso dell’analisi.

### **Principali evidenze:**

*Nel presente documento viene offerta un’ampia disamina delle principali caratteristiche del sistema imprenditoriale lombardo, con particolare riferimento all’avvio di impresa e al mercato del capitale di rischio lombardo per lo start up di imprese ad alto potenziale di crescita, raffrontando, laddove possibile, il contesto lombardo con il contesto italiano ed europeo.*

*Si anticipano sinteticamente di seguito gli elementi di maggior rilievo in maniera esaustiva nel seguito del documento:*

- *Dall’analisi delle principali variabili macroeconomiche emerge un rischio di indebolimento e una contrazione del sistema produttivo e dell’export, allineato al generale indebolimento registrato a livello nazionale, con un conseguente rallentamento del ritmo di crescita registrato in Regione;*

- *le micro, piccole e medie imprese (di qui in poi anche "PMI") costituiscono circa il 90% del tessuto produttivo regionale;*
- *le PMI soffrono di una maggiore debolezza rispetto alle Grandi Imprese dovuta sia alla minore patrimonializzazione che a difficoltà di accesso al credito, con una tensione finanziaria maggiore per le imprese in fase di avvio;*
- *tra l'altro, la diminuzione del fatturato negli ultimi anni è stata maggiormente accentuata per le piccole imprese rispetto alle medie e grandi imprese. I gradi di patrimonializzazione delle PMI sono crescenti, ma significativamente inferiori ai livelli delle Grandi Imprese e ai livelli di equilibrio e principalmente riconducibili alla contrazione del credito bancario e quindi del denominatore dell'indicatore, piuttosto che al numeratore;*
- *il tasso di natalità delle imprese della Lombardia (6,2% nel 2014) è in decremento, seppur in linea con il dato registrato a livello nazionale (6,1% nel 2014);*
- *in particolare le imprese in fase di avvio rispetto alle PMI già avviate registrano un maggiore grado di patrimonializzazione, ascrivibile alla necessità di basarsi sul capitale proprio iniziale, spesso non sufficiente a sostenere la fase di consolidamento, data la maggiore difficoltà ad accedere ai canali bancari tradizionali.*

*Per quanto riguarda in particolare l'avvio di imprese ad alto potenziale di crescita, si rileva:*

- *una forte polarizzazione di start up innovative nell'area metropolitana di Milano, anche per la maggiore vicinanza di incubatori di impresa e la fertilità dell'"ecosistema" favorevole.*
- *un sottodimensionamento del sistema italiano "allargato" degli investitori professionali in capitale di rischio (Venture Capitalists, Business Angels, ecc..) rispetto ai principali comparables europei. In questo quadro, la Lombardia risulta posizionata al vertice nazionale sia per struttura dell'offerta, in termini di numerosità e volume degli operatori, che in funzione degli investimenti realizzati e detiene quindi una posizione di leadership da mantenere e sviluppare.*
- *uno scarso sviluppo dei canali di investimento innovativi in capitale di rischio (AIM, Crowdfunding) presenti in Italia, seppur con delle potenzialità che potrebbero essere maggiormente valorizzate in Lombardia alla luce dell'assetto complessivo e del contesto favorevole.*

## **1.1 Analisi di sistema e del contesto economico e sociale**

In coerenza con il Volume III *"Enhancing the competitiveness of SME, including agriculture, microcredit and fisheries (Thematic objective 3)"* della Metodologia BEI (il "Volume III della Metodologia BEI"), il primo *step* metodologico della *gap analysis* è un'analisi di sistema, ovvero dell'ambiente e del contesto economico, demografico e sociale nel quale operano le imprese della Regione.

Le principali evidenze che emergono dai dati esaminati sono riepilogate in appositi *box* introduttivi, al fine di anticipare una sintesi di immediata lettura delle analisi che vengono successivamente sviluppate in ciascun sotto-paragrafo.

### **Principali evidenze:**

- *Il PIL della Regione risente dei trend negativi nazionali, infatti si è sostanzialmente fermato nell'ultimo triennio, mantenendo la stessa incidenza sul PIL nazionale, anch'esso in contrazione. Si evidenzia inoltre un trend di rallentamento della crescita e di contrazione prospettica in caso di mancata "ripresa" congiunturale.*
- *L'export della Regione Lombardia è aumentato a tassi decrescenti dal 2010 e ha smesso di aumentare nel 2013. Il livello delle esportazioni si è attestato per il 2013, sia a livello nazionale che a livello regionale, su valori sostanzialmente stabili rispetto a quelli dell'anno precedente. Nel 2014 si registra una lieve ripresa.*
- *In sintesi, la dinamica produttiva appare stagnante e necessita di investimenti per alimentare la ripresa e sostenere l'export e l'occupazione.*
- *I tassi di disoccupazione sono peggiorati significativamente tra 2007 e 2014 (+60%), in particolar modo per la componente maschile e giovanile.*
- *La combinazione tra aumento della popolazione e diminuzione dell'occupazione evidenzia come il sistema produttivo non riesca ad assorbire la forza lavoro disponibile, soprattutto in caso di limitata crescita, e soprattutto con riguardo ai giovani che si affacciano sul mercato del lavoro.*

### **1.1.1 Prodotto Interno Lordo**

Il Prodotto Interno Lordo (PIL) della Regione Lombardia, con un valore di circa 360 miliardi di euro nel 2013, ha registrato un rallentamento tra 2011 e 2013 fino sostanzialmente a fermarsi, non confermando dunque i livelli di crescita precedentemente registrati nel periodo 2008 – 2011.

**Tabella 1 - PIL Lombardia e PIL Italia a prezzi di mercato (2008-2013) - Valori di stock e variazioni percentuali rispetto all'anno precedente**

Evoluzione del PIL								
€/Mln	2008	2009	2010	2011	2012	2013	CAGR '08 - '11	CAGR '11 - '13
PIL Lombardia (€/mln)	327.117	314.944	328.474	357.581	356.437	360.358	3,0%	0,4%
var% PIL Lombardia (su anno precedente)	2,9%	-3,9%	4,1%	8,1%	-0,3%	1,1%	41,7%	-63,4%
PIL Italia (€/mln)	1.575.144	1.519.695	1.551.886	1.638.857	1.628.004	1.618.904	1,3%	-0,6%
var% PIL Italia (su anno precedente)	1,3%	-3,6%	2,1%	5,3%	-0,7%	-0,6%	58,6%	n.s.

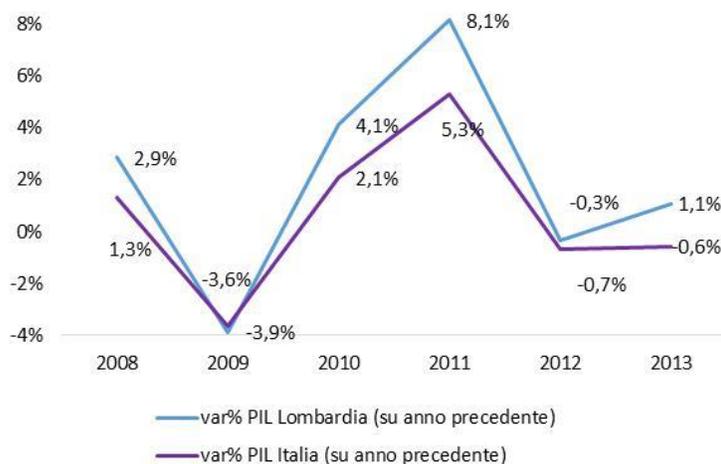
Fonte: elaborazioni su dati Annuario Statistico Regionale Lombardia (ASR)

L'andamento del PIL regionale per anno è simile all'andamento del PIL a livello nazionale. La variazione complessiva del PIL nazionale tra il 2008 e il 2013, tuttavia, è stata più limitata rispetto alla variazione del PIL della Regione Lombardia, registrando un CAGR (*Compound Annual*

*Growth Rate*) dello 0,5%. Inoltre, mentre dal 2011 il PIL della Lombardia è lievemente aumentato, il PIL nazionale ha avuto una contrazione, registrando un CAGR del -0,6% tra il 2011 e il 2013 (a fronte di un CAGR dello 0,4% a livello regionale).

L'incidenza del PIL della Regione Lombardia sul PIL nazionale si è attestata nel periodo 2008 – 2013 su valori tendenzialmente stabili (fluttuando tra il 21% e il 22%) a causa della parallela sostanziale stagnazione registrata in tale periodo anche dal PIL nazionale (addirittura in recessione). Secondo dati Eurostat, la Regione Lombardia è al quinto posto per maggiore valore nominale del PIL tra le Regioni dell'UE.

**Grafico 1 - PIL Lombardia e PIL Italia (2008-2013) - Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e Istituto nazionale di Statistica (ISTAT)

**Tabella 2 - Incidenza del PIL regionale sul valore nazionale (%)**

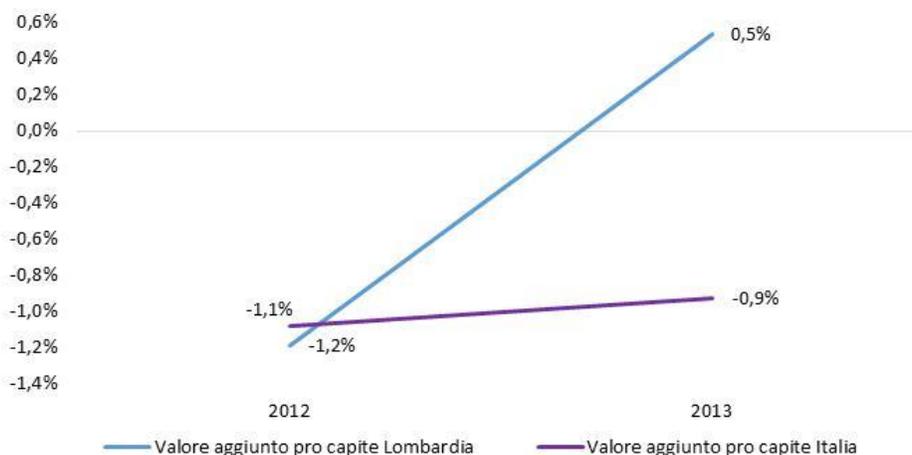
Incidenza del PIL regionale sul valore nazionale (%)	
	Incidenza (%)
<b>Lombardia</b>	<b>22,30%</b>
Lazio	11,40%
Veneto	9,10%
Emilia Romagna	8,90%
Piemonte	7,80%

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT 2013

Per quanto concerne il valore aggiunto *pro capite*, a livello nazionale, a fronte di una contrazione del -1,1% già intervenuta tra 2011-2012, si è riscontrata una successiva ulteriore riduzione del -0,9% nel biennio 2012 - 2013. Al contrario, in Lombardia, si è registrato un andamento debolmente crescente del valore aggiunto tra 2012 e 2013, coerentemente con il *trend* già rilevato per il PIL.

La Lombardia quindi evidenzia un *trend* sostanzialmente in linea con i risultati nazionali in termini assoluti e leggermente migliore con riferimento alla competitività delle attività imprenditoriali.

**Grafico 2 - Valore aggiunto pro capite lombardo e nazionale (2012-2013) - Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

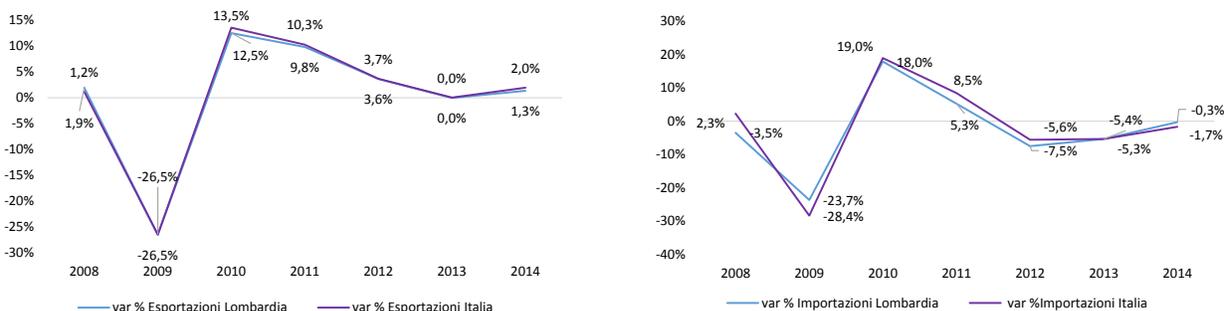
### 1.1.2 Commercio estero

In relazione agli scambi con l'estero, in termini di esportazione di prodotti, la Regione Lombardia ha registrato, con un *trend* simile a quello nazionale, un andamento crescente di circa il 5% nel periodo 2008-2014, con andamenti differenziati nel periodo considerato, difatti è possibile osservare:

- una marcata riduzione tra 2008 e 2009 (di circa 27 punti percentuali),
- un forte aumento nel 2010,
- una diminuzione nelle successive annualità fino al 2013,
- alcuni primi segnali di ripresa nel 2014.

I settori che a livello regionale hanno avuto una *performance* migliore sono stati i settori dei prodotti alimentari, bevande e tabacco, dei prodotti tessili e abbigliamento e del legno; risultati in flessione si registrano al contrario per i comparti dei computer, apparecchi elettronici e ottici, degli articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici e delle pelli, accessori e calzature. Per quanto concerne invece le importazioni delle merci dall'estero, la Regione Lombardia, in accordo con quanto rilevato a livello italiano, ha registrato un andamento decrescente di circa l'8% tra 2008 e 2014 e altalenante, con (i) una marcata riduzione nel periodo 2008 e 2009 (circa 23 punti percentuali), (ii) un andamento crescente nel 2010-2011 e (iii) un andamento decrescente nel biennio 2012-2013, rallentato nel 2014.

**Grafico 3 - Trend degli scambi con l'estero, Lombardia e Italia (2008-2014) - Variazioni percentuali rispetto all'anno precedente**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

**Tabella 3 - Commercio estero per settore in Lombardia (2014)**

Commercio estero per settore (I semestre 2014)				
€/mln				
	Quota di esportazioni sul totale	Variazione % sul periodo corrispondente	Quota di importazioni sul totale	Variazione % sul periodo corrispondente
Pelli, accessori e calzature	2,5%	-3,5%	0,9%	1,2%
Articoli farmaceutici, chimico-medicinali e botanici	4,0%	-4,0%	4,0%	9,7%
Prodotti alimentari, bevande e tabacco	4,7%	6,8%	3,3%	6,5%
Prodotti delle altre attività manifatturiere	4,2%	1,7%	2,0%	9,4%
Prodotti tessili, abbigliamento	7,9%	7,4%	2,6%	7,2%
Gomma, materie plastiche, minerali non metalliferi	5,7%	2,0%	1,9%	7,3%
Apparecchi elettrici	6,2%	3,3%	2,7%	2,1%
Mezzi di trasporto	6,9%	-2,8%	2,8%	7,7%
Macchinari ed apparecchi n.c.a.	20,4%	0,8%	4,3%	4,9%
Sostanze e prodotti chimici	10,2%	1,2%	7,3%	1,7%
Legno e prodotti in legno; carta e stampa	1,8%	7,0%	1,1%	6,2%
Metalli di base e prodotti in metallo	18,0%	-1,2%	5,9%	-2,4%
Computer, apparecchi elettronici e ottici	4,8%	-6,5%	6,2%	-5,6%
Altro	2,7%		4,4%	

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

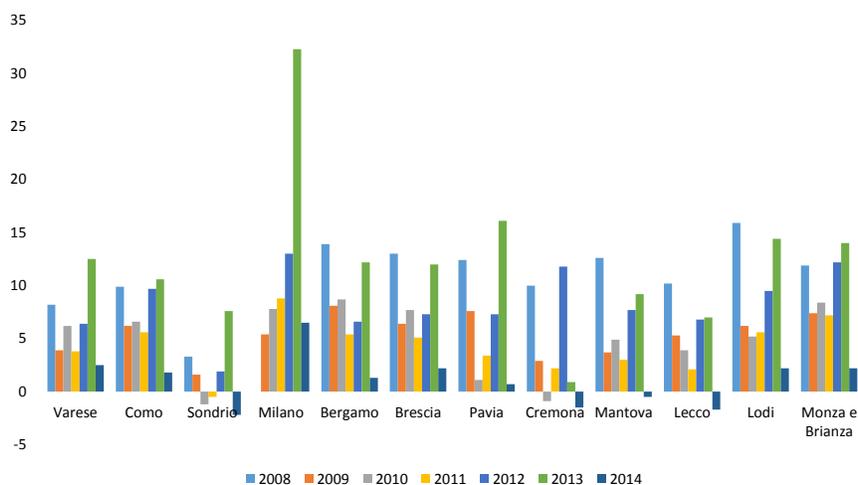
### 1.1.3 La dinamica demografica

La Regione Lombardia presenta una densità di popolazione di circa 419 abitanti per km<sup>2</sup>. La popolazione è cresciuta di circa il 22% tra il 2008 e il 2013, mentre la crescita è stata molto più contenuta nel 2014. Si rileva come il tasso di crescita della popolazione abbia registrato, mediamente, per quasi tutte le Province della Lombardia una marcata riduzione tra 2008 e 2009 e un considerevole aumento nel biennio 2012-2013, seguito da un rallentamento nel 2014; i tassi di crescita della popolazione maggiori si riscontrano nella Provincia di Milano.

Per quanto concerne la distribuzione della popolazione per età sul territorio, nel 2014 si osserva, per tutte le Province lombarde, un'incidenza simile di abitanti appartenenti alla classe di età 15-

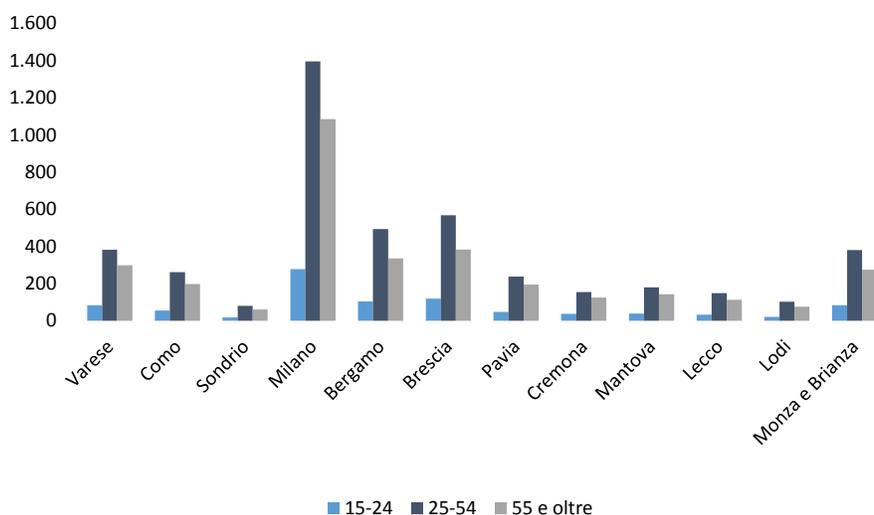
24 anni (circa il 10% della popolazione totale) e di abitanti appartenenti alla classe di età 55 e oltre (circa il 39% della popolazione totale).

**Grafico 4 - Tasso di crescita della popolazione lombarda (2008-2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

**Grafico 5 - Distribuzione della popolazione lombarda (per età) (migliaia, in media) (2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

### 1.1.4 Il mercato del lavoro

La crisi economica ha comportato ripercussioni sul mercato del lavoro. Il tasso di occupazione si è attestato nel 2014 a circa il 65%, facendo registrare una diminuzione di circa il 3% rispetto al 2007. Analizzando l'andamento delle singole componenti del tasso di occupazione in termini di genere nel periodo oggetto di analisi, è possibile rilevare come, tra 2007 e 2014, si sia avuta una

riduzione del tasso di occupazione maschile di circa 5 punti percentuali rispetto al 2007 (attestatosi al 72% nel 2014), a fronte di un aumento, seppur lieve (circa un punto percentuale), del tasso di occupazione femminile (circa il 57% nel 2014). I tassi di occupazione registrati a livello regionale sono stabilmente superiori alla media nazionale, che, nel 2014, si attesta a circa il 56% in totale, 65% per gli uomini e 47% per le donne; tuttavia, il *trend* di decrescita evidente anche a livello regionale è un chiaro elemento strutturale che dimostra come la crisi finanziaria si ripercuota anche sul sistema produttivo. Come noto, uno degli obiettivi della Strategia Europa 2020 dell'UE è l'innalzamento del tasso di occupazione al 75% (calcolato considerando la fascia di età compresa tra i 20 e i 64 anni).

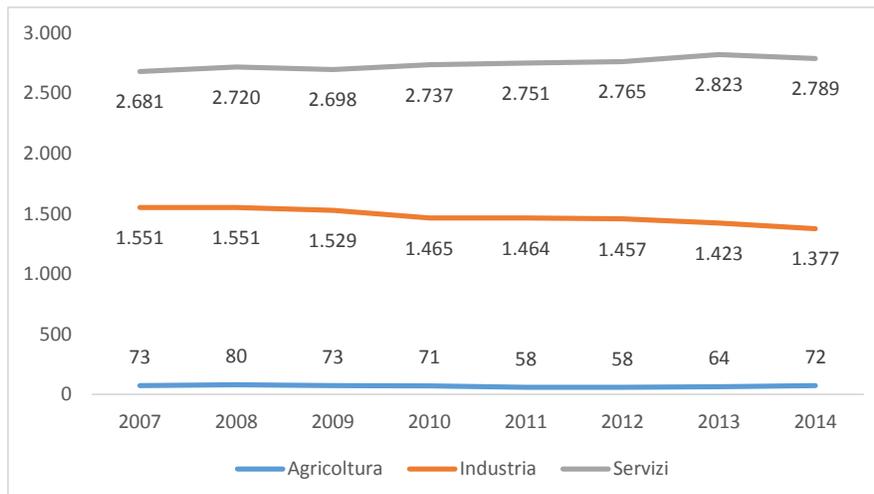
**Grafico 6 - Tasso di occupazione totale, maschile e femminile in Lombardia (15 – 64; 2007-2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

Per quanto concerne l'occupazione, analizzando la distribuzione degli occupati della Lombardia nei settori agricoltura, industria e servizi, si rileva che tra il 2007 e il 2014, c'è stata una sostanziale riduzione del tasso di occupazione nei primi due e un lieve aumento dell'impiego nell'ultimo. Nel dettaglio si registra nel periodo analizzato una variazione decrescente del tasso di occupazione di circa il 2% nel settore agricoltura, una riduzione dell'11% nell'ambito industriale e, di contro, un aumento del 4% nel settore dei servizi.

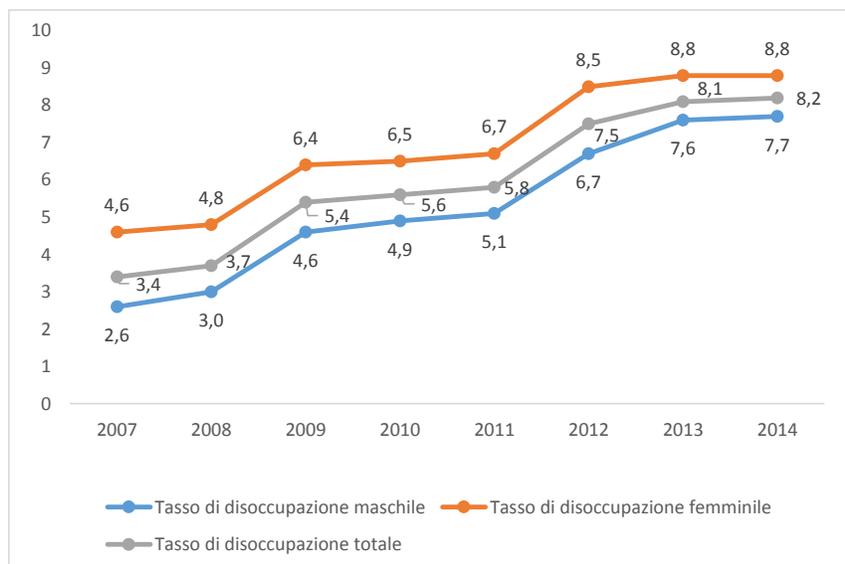
**Grafico 7 - Occupati per settore in Lombardia (migliaia, 2007-2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

Per quanto riguarda il tasso di disoccupazione totale (8,2% nel 2013 a livello regionale), durante tutto il periodo 2007-2014 si è registrato un forte aumento dello stesso (+59%). Analizzando le singole componenti della disoccupazione totale in termini di genere, risulta particolarmente accentuata la crescita complessiva della disoccupazione maschile (+66%), che si attesta nel 2014 al 7,7%. Parallelamente la disoccupazione femminile è cresciuta del 48%, attestandosi nel 2014 all'8,8%.

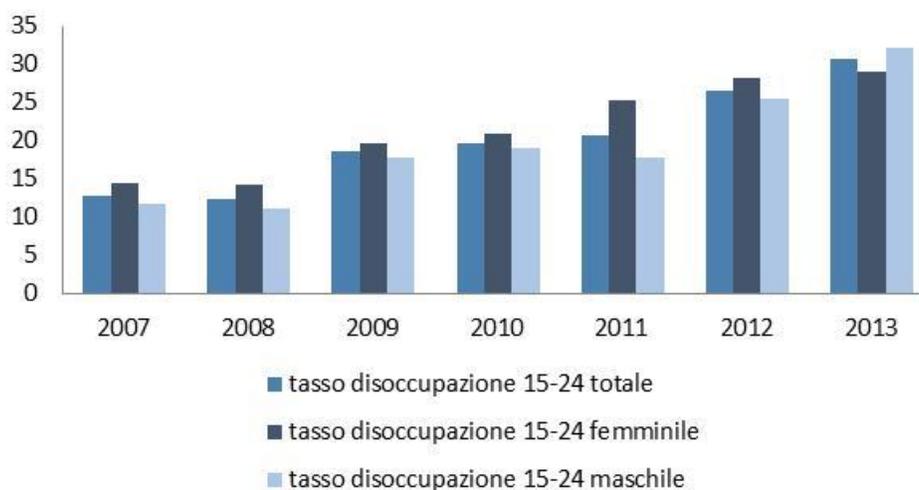
**Grafico 8 - Tasso di disoccupazione totale, maschile e femminile in Lombardia (2007-2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

Il tasso di disoccupazione è molto più alto per la componente giovanile, nella classe di età 15-24 anni, e pari a circa il 30% nel 2013 con un incremento di circa il 58% rispetto al 2007.

**Grafico 9 - Tasso di disoccupazione giovanile in Lombardia (età 15-24) (2007-2013)**



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

Le ore autorizzate di Cassa Integrazione Guadagni (CIG) sono lievemente aumentate, dello 0,8%, su base regionale nel 2014 rispetto allo stesso periodo del 2013; in particolare si rileva come la componente ordinaria sia diminuita, a fronte di una forte crescita degli interventi straordinari e in deroga.

## 1.2 Analisi della struttura del sistema produttivo lombardo

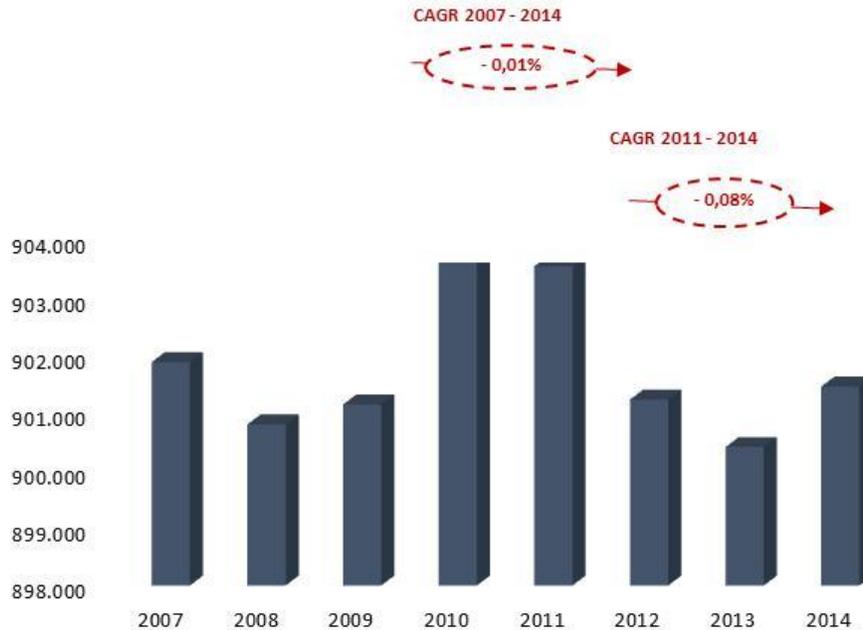
### **Principali evidenze:**

- *Le PMI sono largamente preponderanti e costituiscono circa il 90% del tessuto produttivo regionale, con quote inferiori nella Provincia di Milano; la dimensione media “cresce” avvicinandosi all’area metropolitana.*
- *Si registra una forte polarizzazione delle componenti produttive sull’area metropolitana di Milano, coerente comunque con le macrotendenze europee e mondiali.*
- *La diminuzione del fatturato medio negli ultimi anni è maggiormente accentuata per le piccole imprese, rispetto alle medie e grandi imprese.*
- *In sintesi, si evidenzia una minore capacità di reazione da parte delle piccole imprese alla crisi produttiva, che si riverbera sulla loro capacità di “stare sul mercato” nel lungo periodo.*

Il numero complessivo di imprese registrate nella Regione Lombardia al 31/12/2014 ammonta a 901.455, rappresentando circa il 17% del totale delle imprese registrate nel territorio nazionale;

tale valore, pur avendo registrato un andamento fluttuante nell'arco temporale 2007-2014, risulta sostanzialmente non avere beneficiato di crescita rispetto allo *stock* esistente alla fine del 2007.

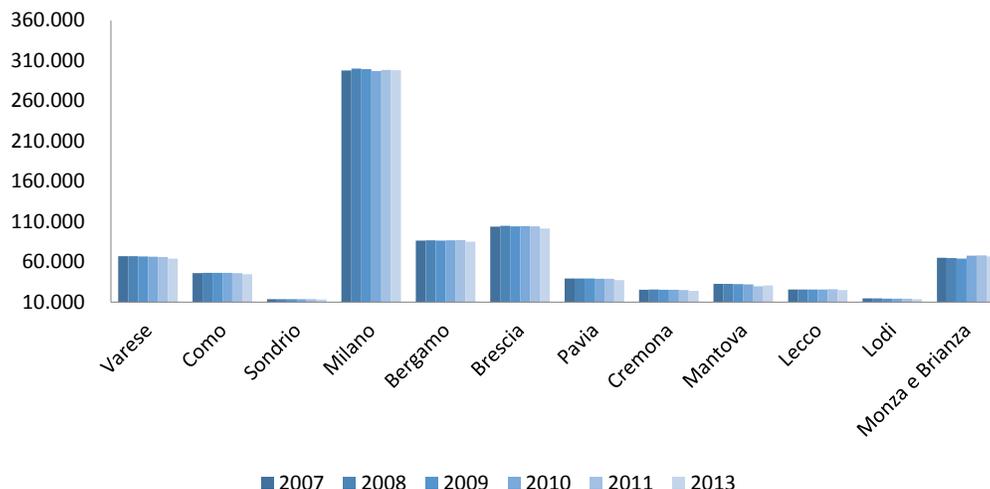
**Grafico 10 - Numero di imprese registrate al 31/12 dell'anno in Lombardia (2007-2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

Esaminando la localizzazione delle imprese attive nelle Province lombarde, si registra la maggior concentrazione di imprese attive nella Provincia di Milano e il minor numero di imprese nella Provincia di Sondrio, con una distribuzione sostanzialmente coerente con l'assetto demografico e di distribuzione del PIL.

**Grafico 11 - Numero di imprese per Provincia (2007-2013)**

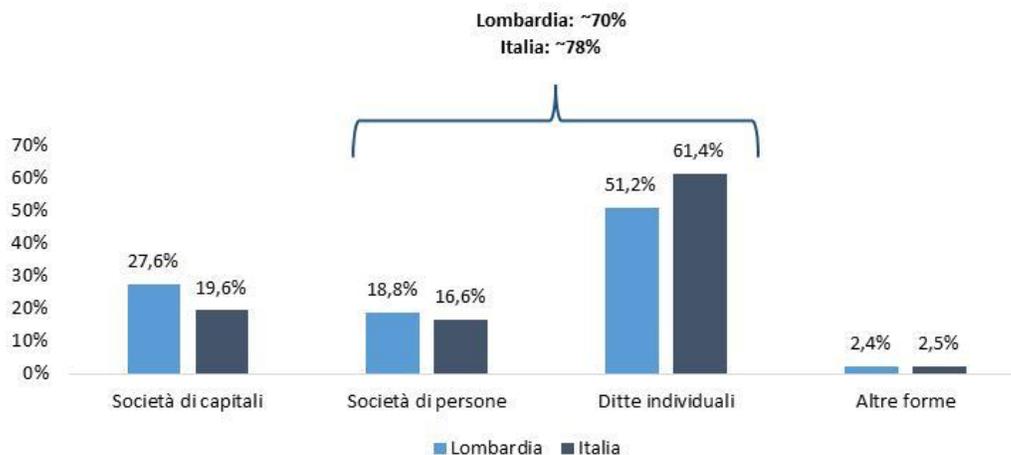


Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

Nota: non sono disponibili i dati 2012

Relativamente alla ripartizione delle imprese attive per forma giuridica, a livello regionale si riscontra una presenza prevalente di ditte individuali (circa il 51% del totale delle imprese), seguite dalle società di capitali (circa il 28%), dalle società di persone (circa il 19%); infine le altre forme di impresa sono pari a poco più del 2%. Tale ripartizione è simile a quella riscontrata in ambito nazionale, dove si rileva una presenza prevalente di ditte individuali pari a quasi il 62% rispetto al totale, di società di capitali di circa il 20%, di società di persone di circa il 17% e di altre forme di impresa pari a poco meno del 3%.

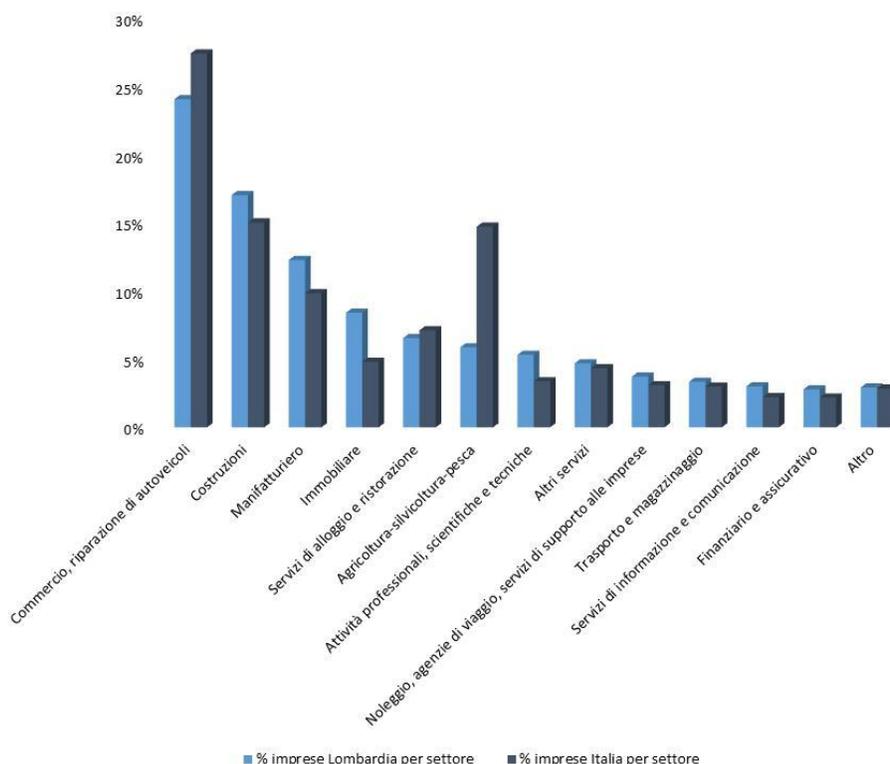
**Grafico 12 - Ripartizione percentuale delle imprese per forma giuridica in ambito regionale e nazionale (2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

Su un totale di circa 812.000 imprese lombarde per le quali è disponibile la classificazione per settore secondo la classificazione ATECO 2007, si rileva una maggior concentrazione di aziende principalmente nei settori del commercio (circa 195.000 imprese, il 24% delle imprese censite), delle costruzioni (circa 138.000 imprese, il 17% delle imprese censite) e delle attività manifatturiere (circa 99.000 imprese, il 12% delle imprese esaminate). La maggiore concentrazione di imprese nei settori del commercio e delle costruzioni è in linea con la tendenza nazionale (dall'esame di un universo di circa 5 milioni di imprese su base nazionale); tuttavia, a livello nazionale la quota di aziende agricole è maggiore rispetto alla quota di aziende agricole in Lombardia.

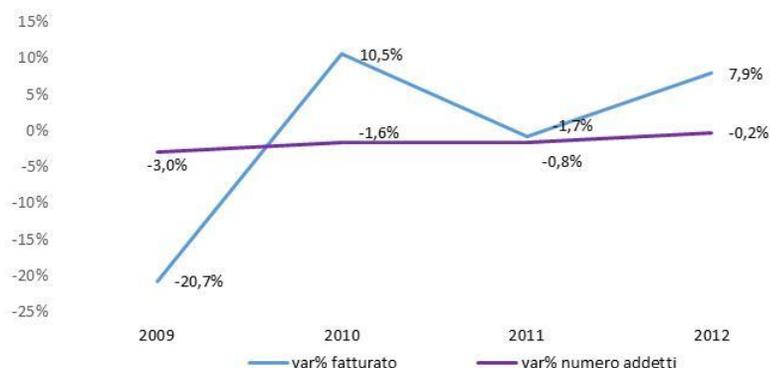
**Grafico 13 – Ripartizione percentuale delle imprese per settore ATECO 2007 in Italia e in Lombardia (2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

Esaminando l'evoluzione complessiva degli addetti nelle imprese e del fatturato delle imprese in Lombardia, si riscontra come il fatturato totale pari a 856 milioni di euro registrato nel 2012 derivi dal recupero di perdite registrate nel 2008 e nel 2011, con una variazione decrescente tra 2008 e 2012 del 0,3%. Nello stesso periodo, il numero di addetti nelle imprese della Regione ha registrato un calo del 6,2%.

**Grafico 14 - Variazione percentuale del fatturato e degli addetti di imprese in Lombardia (2008-2012)**



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

Esaminando più nel dettaglio alcuni indicatori reddituali e finanziari delle imprese lombarde, da un'indagine campionaria sulla situazione finanziaria delle imprese realizzata dalla Banca d'Italia a partire dalla banca dati *Orbis*<sup>4</sup>, si rileva una forte diminuzione dei ricavi tra il periodo 2004-2007 (c.d. "periodo pre-crisi") e il periodo 2008-2012 (c.d. "periodo post-crisi"), maggiormente accentuata per le piccole imprese rispetto alle medie e grandi imprese.

**Tabella 4 - Evoluzione percentuale dei ricavi nelle imprese lombarde (indagine campionaria)**

Tasso di crescita dei ricavi	2004-2007		2008-2012	
	Lombardia	Nord Ovest	Lombardia	Nord Ovest
Piccole imprese	6,1	6,1	-0,6	-0,4
Medie imprese	6,5	6,4	0	0,3
Grandi imprese	6,4	6,4	1,8	1,9
<b>Totale</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

<sup>4</sup> La Banca Dati contiene dati di bilancio di oltre 100 milioni di imprese localizzate in tutto il mondo. Il campione di imprese preso in esame per la Lombardia è composto da circa 110.000 imprese, nei settori dell'industria in senso stretto, delle costruzioni e dei servizi, di cui il 63% è costituito da piccole imprese.

### 1.3 L'avvio di attività imprenditoriali e le *start up* innovative

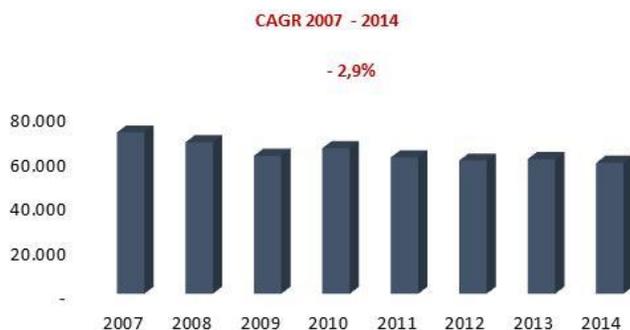
Il presente paragrafo è dedicato ad un approfondimento sull'avvio di attività imprenditoriali in Lombardia e delle *start up* innovative nella Regione, specifica tipologia di impresa in fase di *start up* individuata dal Decreto Legge n. 179/2012 (conv. Legge n. 221/2012). Il box che segue anticipa una sintesi delle analisi sviluppate nel paragrafo.

#### **Principali evidenze:**

- *Il tasso di natalità delle imprese è in decremento, ma ancora superiore ai livelli nazionali.*
- *Diminuiscono le start up che, a tre anni dalla nascita, riescono a strutturarsi fino ad assumere la dimensione di PMI.*
- *La classe dimensionale delle nuove imprese (in termini di addetti) va contraendosi, sia per effetto della focalizzazione su settori non labour intensive che in ragione delle difficoltà riscontrate nel raggiungere livelli di investimento importanti in fase iniziale.*
- *Il tasso di sopravvivenza delle imprese si dimezza tra il primo e il quinto anno dalla nascita.*
- *Si rileva una forte polarizzazione di start up innovative nell'area metropolitana di Milano, anche per la maggiore vicinanza di incubatori di impresa.*
- *Nessuna start up innovativa raggiunge individualmente 5 €/mln di fatturato, oltre il 90% non raggiunge 2 €/mln, mentre in termini di patrimonializzazione ca. l'80% non raccoglie oltre 1 €/mln di capitale investito.*

#### **1.3.1 Le nuove attività imprenditoriali in Lombardia**

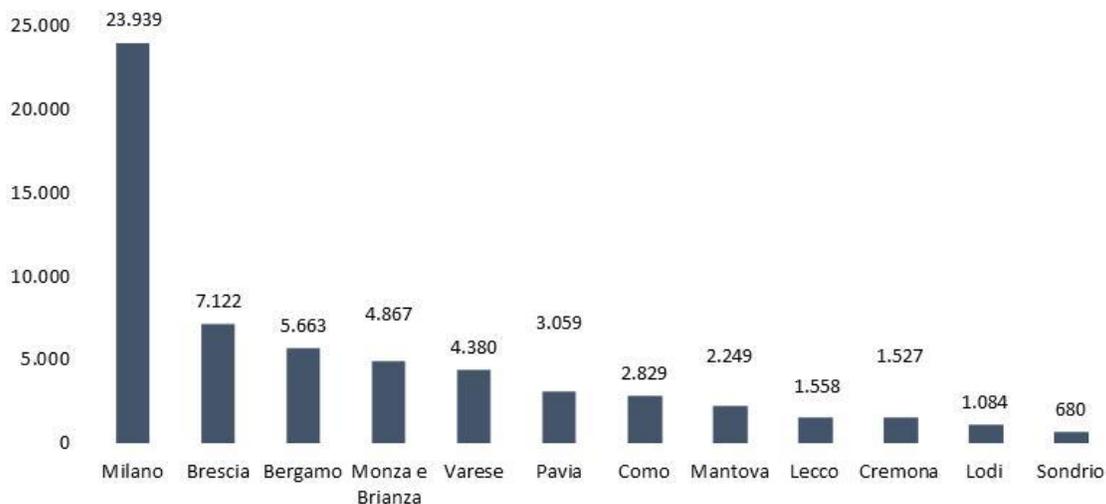
Nel 2014 sono nate in Lombardia circa 59.000 imprese, pari al 16% del totale delle imprese nate in Italia. Il grafico che segue mette in evidenza come il numero di nuove imprese registrate nella Regione sia fortemente diminuito nel periodo 2007-2014, con una riduzione di circa il 23%.

**Grafico 15 – Numero delle imprese nate in Lombardia (2007-2014)**

Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

Nel dettaglio, da un'analisi effettuata a livello provinciale, nel 2014 si è riscontrata la maggiore concentrazione di nuove attività imprenditoriali nella Provincia di Milano, con una presenza di ~24 mila imprese (~41% del totale delle imprese nate in Lombardia) e il minor numero delle stesse nella Provincia di Sondrio, con appena 680 imprese nate in tale territorio (~1%).

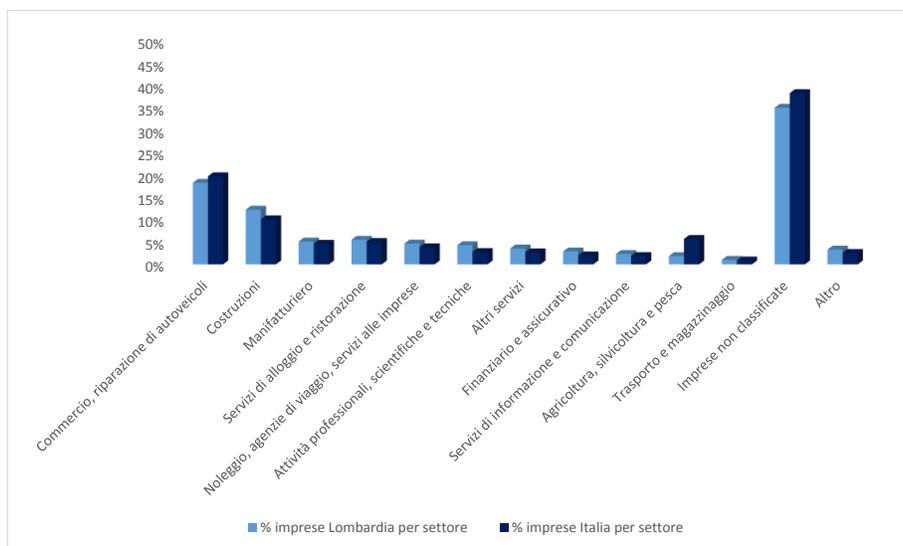
La distribuzione territoriale per Provincia delle nuove imprese è coerente con la distribuzione territoriale del numero di imprese registrate: le imprese registrate nella Provincia di Milano sono circa il 38% del totale delle imprese registrate in Lombardia, mentre le imprese registrate nella Provincia di Sondrio sono appena il 2%.

**Grafico 16 – Numero di imprese nate in Lombardia per Provincia (2014)**

Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

In linea con la tendenza nazionale, esaminando la classificazione per settore delle circa 59.000 imprese nate in Lombardia nel 2014 secondo la classificazione ATECO 2007, si rileva una maggior concentrazione di nuove imprese lombarde principalmente nel settore del commercio (circa il 18% delle imprese censite), delle costruzioni (circa il 12% delle imprese censite) e delle attività manifatturiere (circa il 5% delle imprese esaminate).

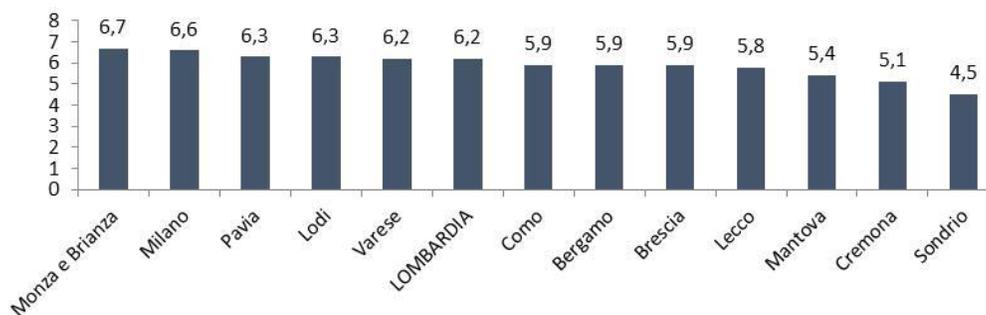
**Grafico 17 – Percentuale di imprese nate in Italia e Lombardia per settore ATECO (2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

Rispetto a un valore del 6,1% registrato a livello nazionale, nel 2014 il tasso di natalità delle imprese complessivo nella Regione Lombardia è stato pari al 6,2%; si è registrato il valore maggiore nella Provincia di Monza e Brianza (~7%), mentre il valore minore si è registrato nella Provincia di Sondrio (~4,5%).

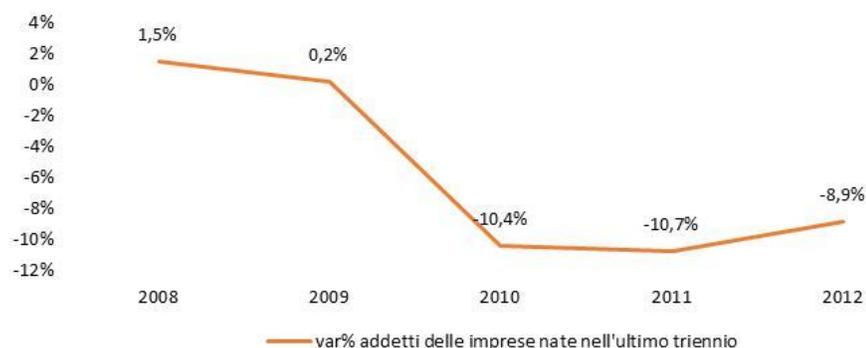
**Grafico 18 – Tasso di natalità delle imprese lombarde (2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ASR e ISTAT

Il numero di addetti impiegati in imprese nate tra il 2008 ed il 2012 è pari a 194.000 addetti, ovvero l'1,8% del totale nel triennio considerato. In linea con l'evoluzione a livello nazionale, il numero di addetti occupati in nuove imprese è fortemente diminuito nel periodo considerato, in coerenza con la diminuzione del numero di imprese nate.

**Grafico 19 – Addetti occupati nelle nuove imprese lombarde nate nell'ultimo triennio (2008-2012) - Variazione percentuale rispetto all'anno precedente**



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

Relativamente alle forme di avvio delle nuove attività imprenditoriali, emerge che la ditta individuale è largamente preponderante a livello nazionale tra le nuove imprese create (64% del totale delle imprese nate nel 2014)<sup>5</sup>; le società di capitali e le società di persone rappresentano nel 2014 rispettivamente il 25% e l'8% delle nuove imprese in Italia.

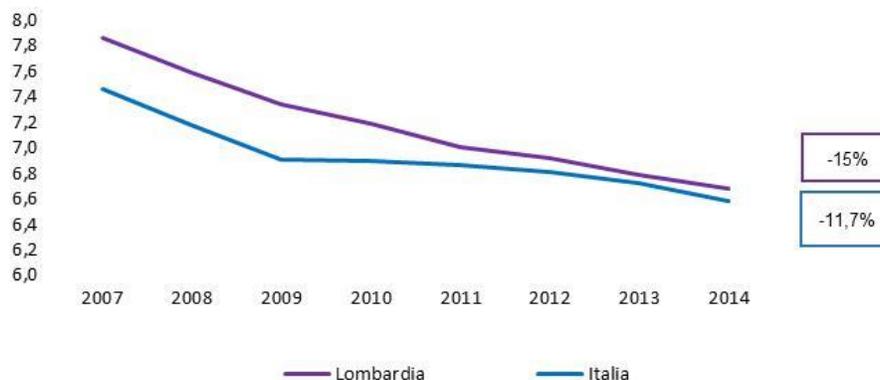
Come evidenziato nel paragrafo 1.2, anche in Regione Lombardia la forma giuridica della ditta individuale è largamente prevalente; seppur in misura minore rispetto al resto del Paese<sup>6</sup>.

La quota di titolari di imprese individuali lombarde con meno di 30 anni è del 6,7%, nel 2014, in linea con la media nazionale. Come si evince dal grafico che segue tale quota è diminuita tra il 2008 e il 2014.

<sup>5</sup> Elaborazioni su dati Unioncamere-InfoCamere, Movimprese.

<sup>6</sup> Elaborazioni su dati ASR e ISTAT.

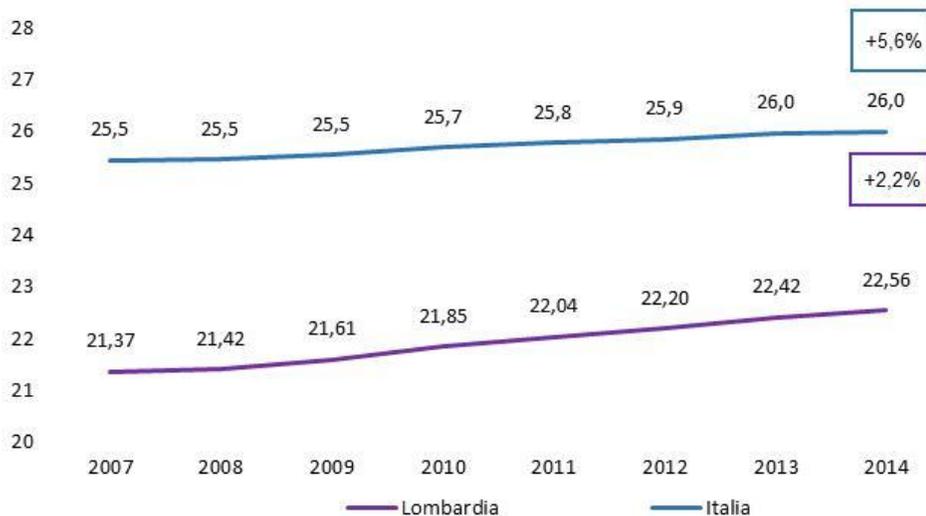
**Grafico 20 – Percentuale di titolari di imprese individuali con meno di trent'anni sul totale, in Italia e in Lombardia (2008-2014)**



Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

A fronte di un valore nazionale pari al 26%, solo poco meno del 23% dei titolari di imprese individuali registrate in Lombardia è costituito da donne.

**Grafico 21 – Percentuale di donne titolari di imprese individuali sul totale in Italia e in Lombardia (2007-2014)**

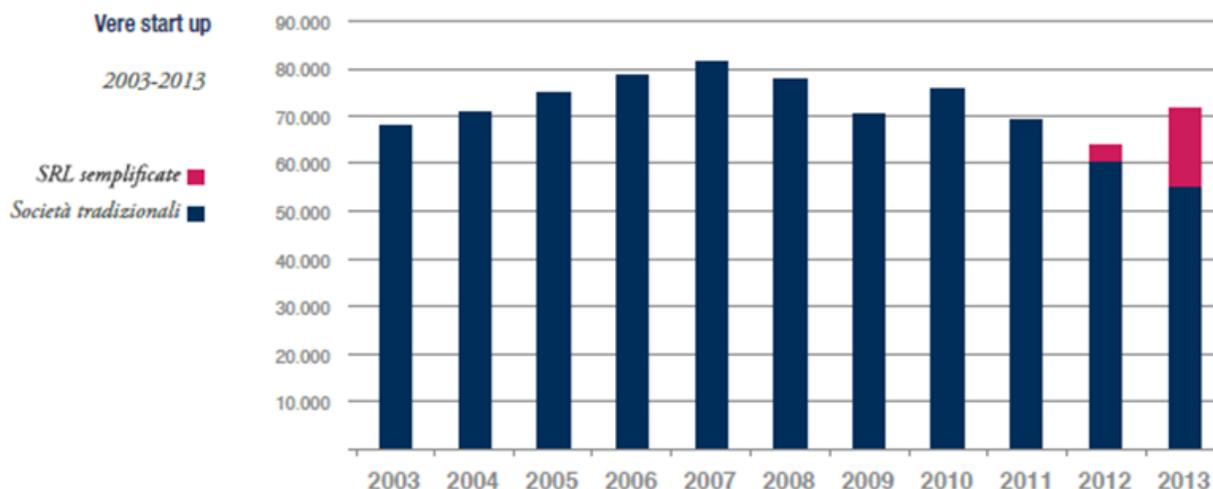


Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

Relativamente alla definizione di nuova impresa, si segnala inoltre che la Legge n. 180/2011, “Norme per la tutela della libertà d'impresa. Statuto delle imprese”<sup>7</sup>, di attuazione in Italia della Comunicazione della Commissione europea COM(2008)394<sup>8</sup>, ha fornito una definizione che identifica un periodo necessario all'impresa neocostituite per completare la fase di avvio. Secondo l'Art. 5 di tale Legge, infatti, si definiscono “nuove imprese”, comunque specificate, le imprese che hanno meno di cinque anni di attività, le cui quote non siano detenute in maggioranza da altre imprese, ovvero che non siano state istituite nel quadro di una concentrazione o di una ristrutturazione e che non derivino da una creazione di ramo d'azienda.

Al riguardo, da elaborazioni a partire da un'analisi realizzata dal CERVED a livello nazionale sulle società di capitali, che esclude dal conteggio delle imprese nate le imprese con una storia precedente, ad esempio perché derivanti da fusioni<sup>9</sup>, emerge che le “nuove imprese” *effettive*, a livello nazionale, sono state nella prima metà del 2014 circa il 75% delle imprese nate nel periodo ed esaminate dal CERVED. Una quota crescente delle “nuove imprese” *effettive* ha assunto la forma di Srl semplificata e l'introduzione di tale semplificazione nelle forme giuridiche di impresa disponibili ha contribuito ad invertire il *trend* di diminuzione delle società di capitali registrato dal 2010.

**Grafico 22 – Andamento dell'incidenza delle Srl sul totale delle “nuove imprese effettive” costituite in forma societaria (2003 - 2014)**



Fonte: elaborazioni su dati CERVED (Rapporto PMI 2014)

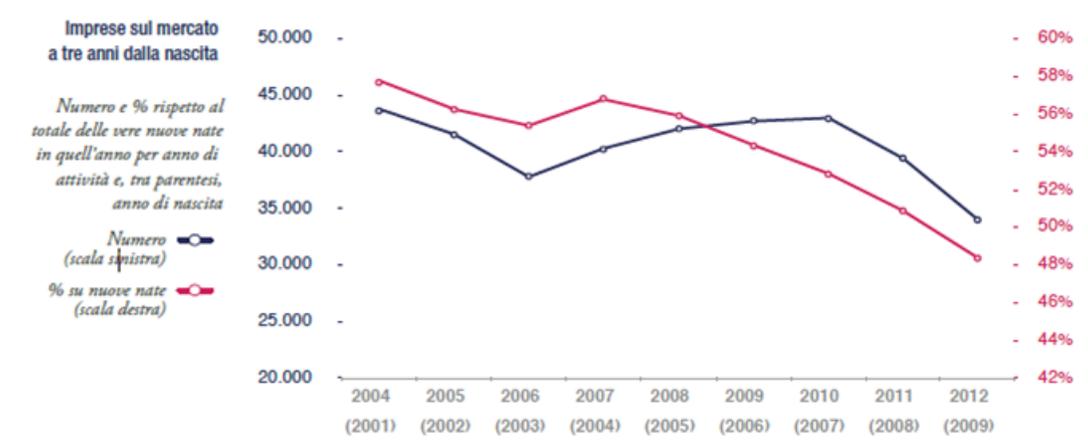
<sup>7</sup> Legge 11 novembre 2011, n. 180, “Norme per la tutela della libertà d'impresa. Statuto delle imprese.”

<sup>8</sup> Comunicazione della Commissione europea COM(2008)394 “Una corsia preferenziale per la piccola impresa - Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa (uno “*Small Business Act*” per l'Europa)” e Comunicazione della Commissione europea COM(2011)78 “Riesame dello “*Small Business Act*” per l'Europa”.

<sup>9</sup> Rapporto CERVED PMI 2014. La metodologia esclude le imprese: iscritte più volte; con bilanci depositati, o oggetto di procedure concorsuali precedenti; nate per trasferimento, scissione, fusione, subentro, o operazioni quali conferimenti, compravendita o fusioni di rami d'azienda (per le quali si considera un periodo di 6 mesi dal momento dell'iscrizione al Registro delle Imprese).

L'analisi realizzata dal CERVED segnala anche una costante diminuzione del numero di nuove società che, a tre anni dalla nascita, riesce a contrastare la crisi economica e strutturarsi fino ad assumere la dimensione di PMI<sup>10</sup>.

**Grafico 23 – Nuove imprese sul mercato a tre anni dalla nascita in Italia**



Fonte: elaborazioni su dati CERVED (Rapporto PMI 2014)

Analizzando invece l'insieme delle imprese nate, il tasso di sopravvivenza a un anno dalla nascita è risultato pari all'81,1% nel 2012, in diminuzione rispetto a quello registrato nel 2011<sup>11</sup>. Il tasso di sopravvivenza declina nel tempo, fino a raggiungere il 48,3% a 5 anni dalla nascita dell'impresa. In Lombardia, il tasso di sopravvivenza delle imprese a 5 anni dalla nascita è superiore al dato nazionale ed è pari al 49,1% (anche se tale dato si riferisce al 2011).

**Figura 2 – Tassi di sopravvivenza delle imprese in Italia (2008-2012)**

anno di nascita	anno di sopravvivenza				
	2008	2009	2010	2011	2012
2007	90,3	75,5	65,7	55,0	48,3
2008		85,6	73,2	61,3	53,6
2009			85,8	70,9	60,5
2010				83,1	70,0
2011					81,1

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT

<sup>10</sup> Commissione europea, "Raccomandazione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese" (2003/361/CE); 6 maggio 2003.

<sup>11</sup> Elaborazioni su dati ISTAT, Demografia d'impresa (2014).

### 1.3.2 Le start up innovative in Regione Lombardia

Nel quadro del complesso delle attività imprenditoriali in fase di avvio, una peculiare forma di nuova impresa è costituita dalla *start up innovativa*. Si tratta di una società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione. Le *start up* innovative devono possedere i seguenti requisiti (art. 25, comma 2 del Decreto Legge n. 179 del 18/10/2012, convertito con modificazioni in Legge n. 221 del 17/12/2012):

- il contenuto innovativo è identificato con, alternativamente: almeno 15% delle spese in Ricerca e Sviluppo; forza lavoro complessiva costituita per almeno 1/3 da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori, oppure per almeno 2/3 da occupati con laurea magistrale; *start up* titolare, depositaria o licenziataria di brevetto registrato (privativa industriale) oppure *start up* titolare di un programma per elaboratore originario registrato;
- l'impresa è costituita da non più di sessanta mesi e residente in Italia (o in uno Stato UE e con filiale in Italia);
- il fatturato annuo è inferiore a 5 milioni di euro, a partire dal secondo anno di attività, e l'impresa non distribuisce utili;
- l'oggetto sociale dell'impresa, esclusivo o prevalente, è lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- l'impresa non è stata costituita da fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.

La menzionata Legge n. 221/2012 prevede specifiche agevolazioni per le *start up* innovative:

- abbattimento degli oneri per l'avvio d'impresa;
- incentivi fiscali per investimenti in *start up*;
- possibilità di raccolta di capitale tramite portali *on-line* (cd "*equity crowdfunding*")<sup>12</sup>,
- accesso semplificato, gratuito e diretto al Fondo Centrale di Garanzia presso il Ministero dello Sviluppo Economico;
- regime agevolato per azioni, quote o ogni altro diritto o incentivo emesso in favore delle *start up* a fronte di prestazioni di opere e servizi e per l'assegnazione, da parte delle *start up*, di azioni, quote o di ogni altro diritto o incentivo a favore dei propri amministratori e dipendenti;
- credito di imposta per l'assunzione a tempo indeterminato di personale impiegato in attività di ricerca e sviluppo e agevolazioni in materia di lavoro;
- sostegno ad hoc nel processo di internazionalizzazione da parte dell'Istituto per il Commercio Estero;
- agevolazioni in materia di procedure in caso di crisi della *start up* innovativa.

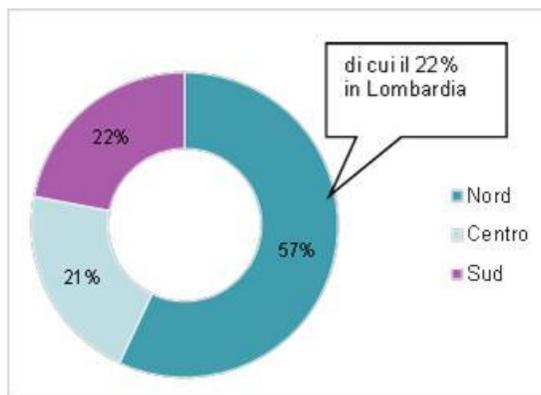
Nel territorio nazionale si registra un totale di 3.512 *start up* innovative. Il 22% di tali imprese è registrato nella Regione Lombardia (776 *start up* innovative registrate). Le ulteriori due Regioni

---

<sup>12</sup> Cfr. paragrafo 1.5.6 (L'*equity crowdfunding*).

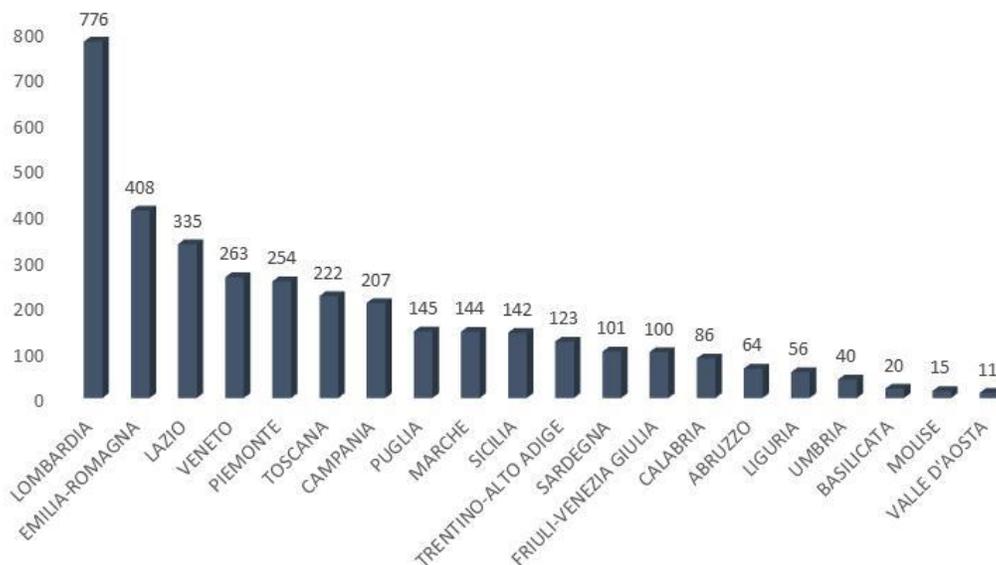
che registrano un numero rilevante di *start up* innovative sono la Regione Emilia Romagna, con 408 *start up* innovative registrate (il 12% del totale nazionale), e la Regione Lazio, con 335 *start up* innovative (il 10% del totale nazionale)<sup>13</sup>.

**Grafico 24 – Quota di Start up innovative per ripartizione territoriale (2013)**



Fonte: elaborazioni su dati Italia start-up

**Grafico 25 – Numero di Start up innovative per Regione (2014)**



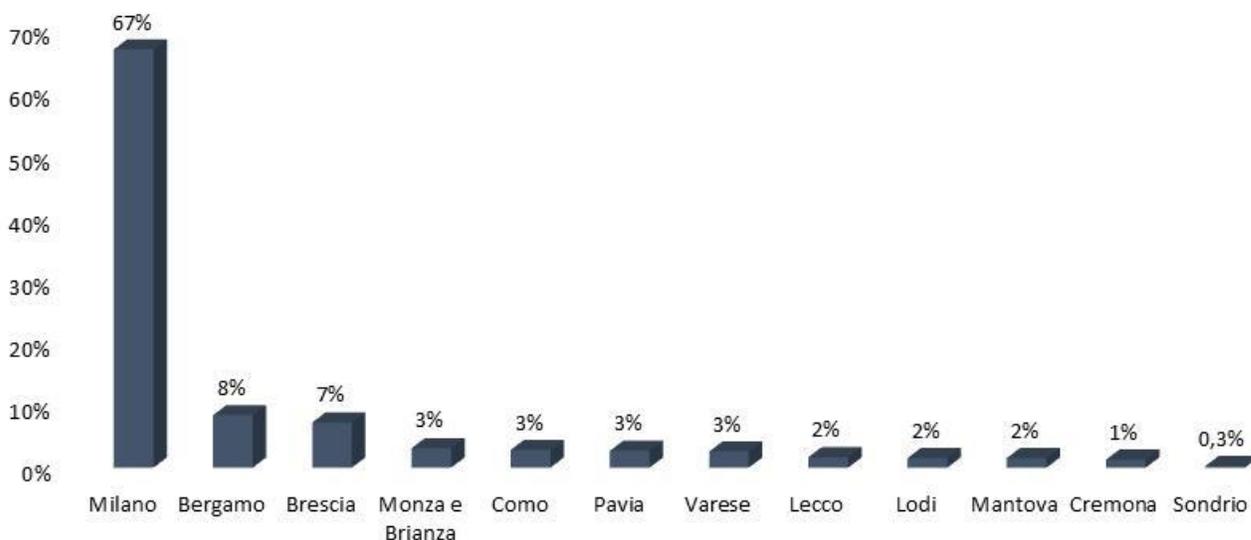
Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

Nel dettaglio la maggiore concentrazione di *start up* innovative in Regione Lombardia si registra nella Provincia di Milano, con 519 imprese, ovvero il 67% delle 776 *start up* innovative presenti a livello regionale. Tale primato viene riscontrato anche a livello nazionale, ove la Provincia di Milano

<sup>13</sup> Camera di Commercio d'Italia (2015), "Cruscotto di indicatori statistici – Report con dati strutturali - 4°trimestre 2014 – start up innovative".

si posiziona al primo posto tra le Province italiane per numero di *start up* (466 *start up* ovvero ~ 15% delle *start up* nazionali)<sup>14</sup>. In generale nelle Province lombarde, ad eccezione della Provincia di Milano, si riscontra una limitata presenza media di *start up* e il minor numero di imprese si riscontra nella Provincia di Sondrio (2 *start up* ovvero lo 0,3% del totale regionale).

**Grafico 26 – Quota di Start up innovative per Provincia (2015)**

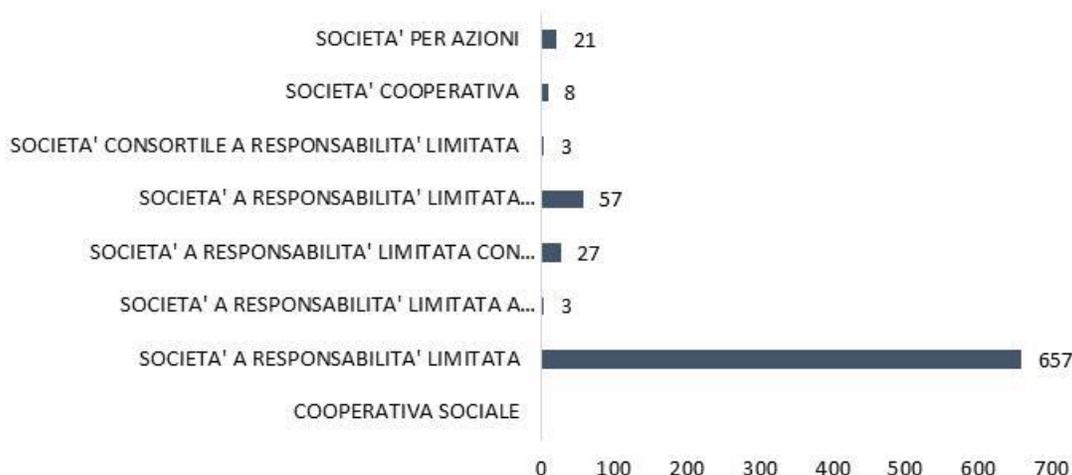


Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

Le *start up* innovative registrate nel territorio nazionale sono costituite per l'80% sotto forma di società a responsabilità limitata, con la presenza di ben 2.799 Srl a fronte delle 3.512 *start up* registrate<sup>15</sup>; una proporzione simile è riscontrabile anche a livello regionale, dove 657 *start up* sono costituite sotto forma di società a responsabilità limitata, ovvero ~85% delle 776 *start up* registrate.

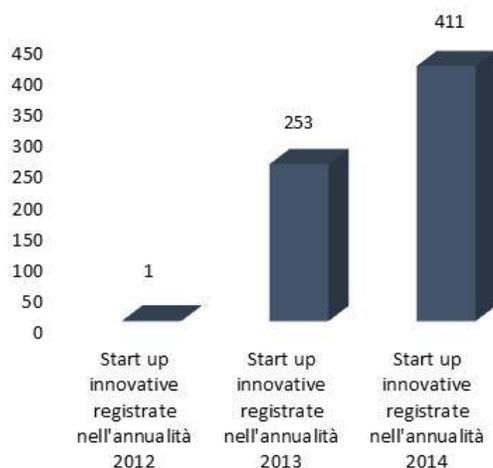
<sup>14</sup> Camera di Commercio d'Italia (2015) cit.

<sup>15</sup> Camera di Commercio d'Italia (2015) cit.

**Grafico 27 – Numero di Start up innovative lombarde per tipologia di forma giuridica (2015)**

Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

Le *start up* innovative della Regione Lombardia, in coerenza con le disposizioni normative, devono aver maturato meno di quattro anni di attività a partire dall'iscrizione al Registro delle imprese; a tal riguardo, a fronte delle 776 *start up* presenti in ambito regionale, si riscontra un numero maggiore di iscrizioni a tale registro nel 2014, con un numero di *start up* pari a 411 (~53% del totale), mentre le restanti imprese di tale tipologia risultano registrate nel 2013 (253 *start up*) e nel 2012 (solo una impresa registrata); si precisa inoltre che nel I trimestre 2015 sono già state iscritte nel Registro delle imprese 111 *start up* innovative.

**Grafico 28 – Numero di Start up innovative lombarde per anno di registrazione (2015)**

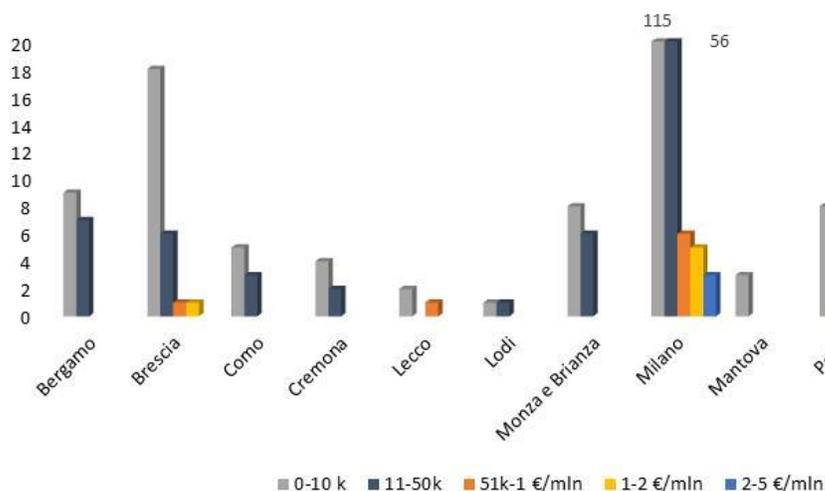
Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

Per quanto concerne la classe di fatturato delle *start up* innovative, a fronte di 280 imprese analizzate<sup>16</sup> si registra il maggior numero di imprese nella classe fino a 10 mila euro, con 178 imprese di tale tipologia, ovvero il 64% del totale analizzato; 85 *start up* rientrano invece nella classe tra gli 11 e i 50 mila euro, ovvero il 30% del totale.

In ambito provinciale, a fronte delle 280 *start up* analizzate, la maggiore concentrazione di *start up* per tutte le classi di produzione si registra nella Provincia di Milano (185 imprese), dove sono ubicate 115 delle *start up* nella classe fino a 10 mila euro e 56 *start up* nella classe tra 11 e 50 mila euro.

Si precisa inoltre che tra le 280 imprese per le quali i dati sono disponibili, 277 *start up* si classificano, in conformità con la Raccomandazione della Commissione n. 2003/361/CE, come microimprese, ovvero come imprese che occupano meno di 10 persone e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro; solamente 3 imprese, collocate nella Provincia di Milano, rientrano nella classe di fatturato tra i 2 e i 5 milioni di euro.

Grafico 29 – Numero di Start up innovative lombarde per classe di produzione (2015)



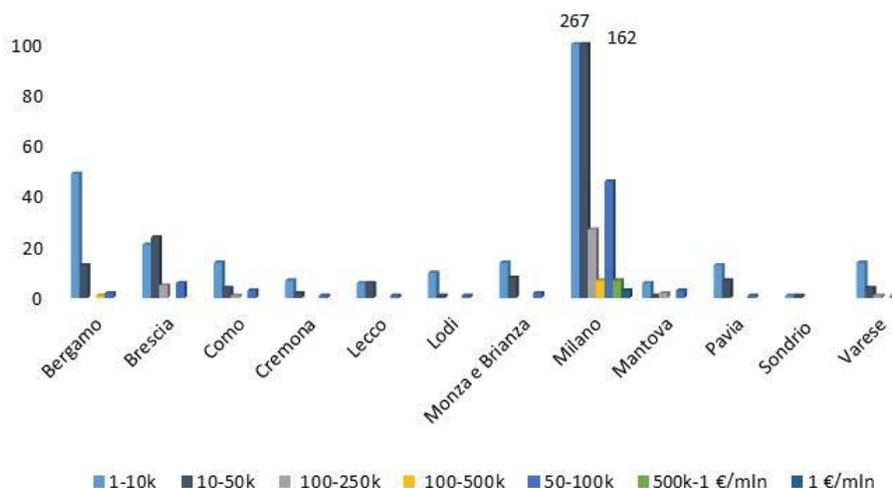
Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

Per quanto concerne il capitale delle *start up*, rispetto al totale delle 776 *start up* innovative lombarde, 422 *start up*, ovvero il 54% del totale, hanno un capitale fino a 10 mila euro e 233 *start up* hanno un capitale tra 10 e 50 mila euro (30% del totale).

Anche in questo caso la maggiore concentrazione si rileva nella Provincia di Milano sia per le imprese con capitale fino a 10 mila euro sia per le imprese con capitale tra 10 e 50 mila euro (rispettivamente il 63% e il 70% rispetto al totale delle *start up* che rientrano nelle predette classi).

<sup>16</sup> L'analisi è effettuata su 280 *start up* innovative della Regione Lombardia i cui dati di fatturato sono disponibili.

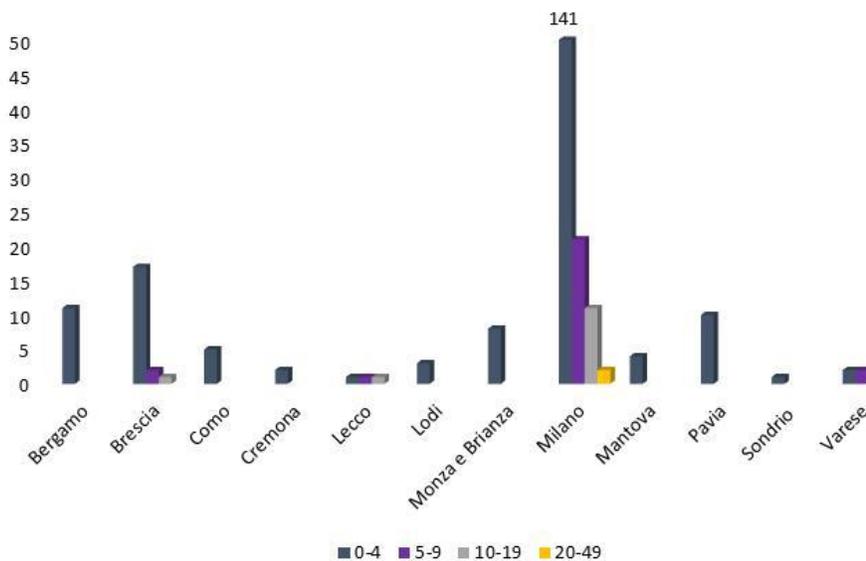
**Grafico 30 – Numero di Start up innovative lombarde per classe di capitale (2015)**



Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

Per quanto concerne il numero di addetti nelle *start up* innovative, in linea con la media nazionale<sup>17</sup>, si riscontra che, a fronte di 246 imprese di tale tipologia per le quali il dato è disponibile, 205 imprese hanno massimo 4 addetti. Nella Provincia di Milano sono ubicate 13 delle 15 imprese con numero di addetti tra 10 e 49.

**Grafico 31 – Numero di Start up innovative lombarde per classe di addetti (2015)**

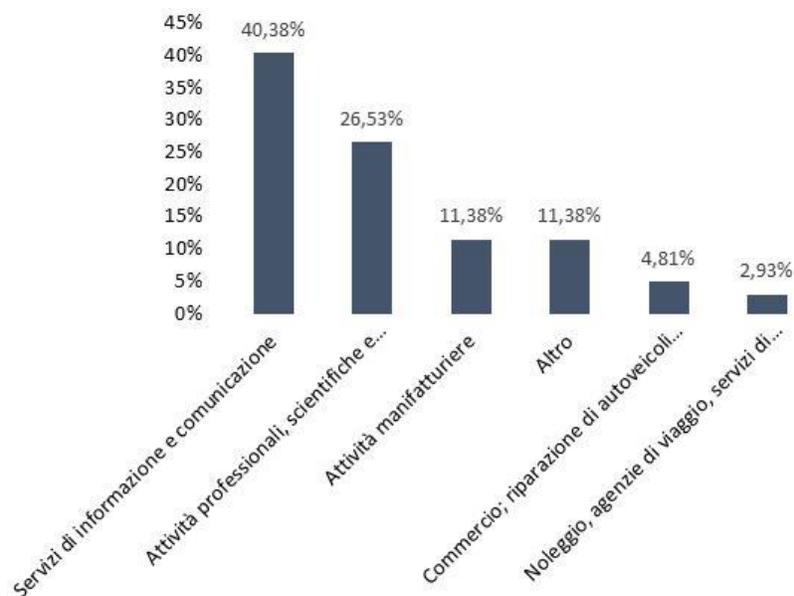


Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

<sup>17</sup> Camera di Commercio d'Italia (2015) cit.

Le *start up* nella Regione Lombardia risultano maggiormente impiegate nei servizi di informazione e comunicazione (344 delle 776 *start up* innovative lombarde) e nelle attività professionali, scientifiche e tecniche (226 *start up*).

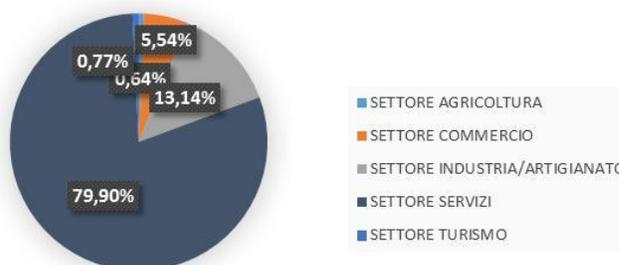
**Grafico 32 – Numero di Start up innovative lombarde per settore ATECO 2007 (2015)**



Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

In linea con la tendenza a livello nazionale<sup>18</sup>, il settore maggiormente interessato dalle *start up* innovative è quindi il settore dei servizi.

<sup>18</sup> Camera di Commercio d'Italia (2015) cit..

**Grafico 33 - Ripartizione percentuale delle Start up innovative per settori a livello nazionale (2014)**

Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

Si segnala infine che in Lombardia sono presenti numerosi Istituti e Centri di Ricerca, in particolare universitari (oltre al *Joint Research Center* della Commissione europea, situato ad Ispra - Varese), che integrano il bacino di innovazione in essere nella Regione.

In particolare, nella tabella che segue vengono indicati i principali Istituti e Centri di Ricerca della Regione, ripartiti per le aree di specializzazione individuate dalla Regione Lombardia nell'ambito della "Strategia regionale di Specializzazione Intelligente per la Ricerca e innovazione" (S3).

Coerentemente con le politiche, in materia di sviluppo territoriale, attuate nel corso degli anni, caratterizzate da scelte bilanciate tra top-down e bottom-up, Regione Lombardia ha individuato, dopo una fase di razionalizzazione, sette Aree di Specializzazione, che rappresentano una nuova visione rispetto al passato.

Le Aree di Specializzazione, che includono e ben rappresentano la gran parte dei soggetti economici e scientifici presenti nel territorio e contribuiscono ad aumentarne la leadership nella tematica, sono: 1. Aerospazio; 2. Agroalimentare; 3. Eco-industria; 4. Industrie creative e culturali; 5. Industria della salute; 6. Manifatturiero avanzato; 7. Mobilità sostenibile.

Tabella 5 - Istituti e Centri di Ricerca in Lombardia

Istituti e Centri di Ricerca in Lombardia								
#	Istituti e Centri di Ricerca	Area						Mobilità sostenibile
		Aerospazio	Agroalimentare	Eco-industria	Industria della salute	Industrie creative e culturali	Manifatturiero avanzato	
1	AWPARC, collaborazione tra Politecnico di Milano e Agusta	x						
2	Brembo Research Center (privato), all'interno del Kilometro Rosso Science Park di Bergamo							x
3	Centri di ricerca con attività nel settore salute (#288)				x			
4	Centri di ricerca sulle biotecnologie non alimentari (#186)				x			
5	Consiglio Nazionale delle Ricerche (CNR)	x	x		x	x	x	x
6	Consiglio per la Ricerca in Agricoltura di Vercelli		x					
7	Facoltà di Agraria delle Università degli Studi di Milano e Università Cattolica del Sacro Cuore							
8	Fondazione Regionale per la Ricerca Biomedica (FRRB)				x			
9	INAF – Osservatorio Astronomico di Brera	x						
10	Ospedali, con sedi di corsi universitari (#28)				x			
11	Parco Tecnologico Padano (PTP), con il Centro di Ricerca e lo Sviluppo Tecnologico nel Campo Zootecnico e Agroalimentare, la Casa dell'Agricoltura e l'Istituto Zooprofilattico Sperimentale		x					
12	Politecnico di Milano	x		x	x	x	x	x
13	Università Cattolica del Sacro Cuore		x		x	x		x
14	Università Commerciale Luigi Bocconi					x		x
15	Università degli Studi di Bergamo			x			x	x
16	Università degli Studi di Brescia			x			x	x
17	Università degli Studi dell'Insubria			x			x	
18	Università degli Studi di Milano		x	x	x		x	x
19	Università degli Studi di Milano Bicocca	x		x	x	x	x	x
20	Università degli Studi di Pavia	x		x		x	x	x
21	Università IULM					x		
22	Università LIUC	x			x			
23	Università Vita - Salute San Raffaele				x			
24	Westland per lo studio e la ricerca di tecnologie specifiche del volo verticale	x						

Fonte: elaborazioni su dati Regione Lombardia<sup>19</sup>

<sup>19</sup> “Strategia Regionale di Specializzazione Intelligente per la Ricerca e l'Innovazione (S3)” della Regione Lombardia, approvata con D.G.R. n. X/1051 del 05/12/2013 e integrata con D.G.R. n. X/2146 del 11/07/2014.

## 1.4 Analisi dei fabbisogni finanziari delle imprese

Il presente paragrafo approfondisce l'analisi dei fabbisogni finanziari delle imprese italiane e lombarde, sia in termini di capitale di rischio che di debito, e le peculiarità delle imprese in fase di *avvio e di start up*. Anche in questo caso, le principali evidenze che emergono dai dati esaminati sono anticipate in un *box* introduttivo di sintesi delle analisi successivamente sviluppate.

### **Principali evidenze:**

- *Le imprese neo – costituite evidenziano per loro stessa natura uno specifico fabbisogno di capitale di rischio e di capitale di credito, di entità proporzionalmente maggiore rispetto a quello delle PMI già avviate.*
- *Le imprese in fase di avvio hanno un grado di patrimonializzazione maggiore rispetto alle altre PMI, ricollegabile alla maggiore difficoltà ad accedere ai canali di indebitamento bancario tradizionale, che le induce a basarsi nelle primissime fasi del proprio sviluppo prevalentemente sul capitale proprio e sul capitale di rischio di terzi.*
- *Le PMI sembrano avere gradi di patrimonializzazione crescenti, ancorché significativamente inferiori ai livelli delle Grandi Imprese e a livelli di equilibrio, e principalmente riconducibili alla contrazione del credito bancario e quindi del denominatore dell'indicatore. Tuttavia, il perdurare di una minore patrimonializzazione delle PMI le espone a un'amplificazione degli effetti finanziari della crisi in un contesto di redditività negativo.*

Le imprese neo – costituite evidenziano per loro stessa natura uno specifico fabbisogno di capitale di rischio e di capitale di credito, di entità proporzionalmente maggiore rispetto a quello delle PMI già avviate e che sono in una fase di sviluppo successiva a quella di *start up*. Le imprese neo – costituite:

- tendono a risentire maggiormente rispetto alle piccole imprese già avviate della contrazione del mercato del credito registrata a partire dalla crisi finanziaria del 2008 (cd "*credit crunch*"), a causa delle loro caratteristiche strutturali e della mancanza di rapporti pregressi con il canale bancario.
- presentano una struttura finanziaria influenzata da un maggior ricorso al capitale di rischio a causa dell'elevata rischiosità percepita per le fasi iniziali di attività.

Nell'evoluzione delle imprese con la transizione ad un'operatività "a regime" e il superamento delle fasi di sviluppo iniziali, si registra un maggior ricorso all'indebitamento, ancorché non sufficiente a soddisfare pienamente le esigenze delle PMI<sup>20</sup> e un grado di patrimonializzazione decrescente.

<sup>20</sup> La domanda di credito da parte delle PMI è cresciuta tra 2012 e 2013, registrando valori tuttavia ancora al di sotto rispetto a quelli pre-crisi (Indagine della Banca d'Italia *Regional Bank Lending Survey* - RBLS).

### 1.4.1 La struttura finanziaria delle imprese

In linea con quanto registrato a livello europeo, la struttura finanziaria delle imprese italiane rappresenta strutturalmente un *deficit di equity*; tale *deficit* risulta meno evidente per società in fase di *avvio* rispetto a quanto rilevato per PMI già avviate; poiché quest'ultime registrano un indebitamento superiore di undici punti percentuali rispetto alle imprese in fase di *avvio*.

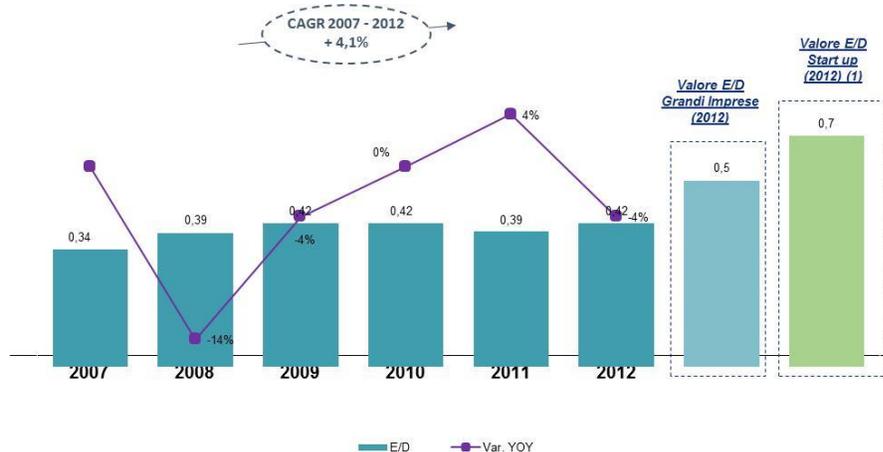
**Tabella 6 - Struttura finanziaria delle imprese italiane**

Focus Leverage Ratio delle imprese italiane per dimensione			
	Start up	PMI	Grandi imprese
Debiti	60,0%	71,0%	65,0%
Mezzi propri	40,0%	29,0%	35,0%
<b>Totale</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Elaborazioni su dati Confindustria, Banca d'Italia, SDA Bocconi e Registro delle Imprese<sup>21</sup>

Nonostante nel periodo tra il 2007 e il 2012 si sia registrato su base nazionale un parziale aumento dell'*Equity/Debt Ratio* (E / D, Patrimonio Netto / Totale Debiti) delle PMI (CAGR 2007 – 2012 di circa il 4%), tale indicatore continua a essere inferiore sia rispetto a quello delle grandi imprese (-23% nel 2012) che a quello delle imprese in fase di avvio (-40%).

**Grafico 34 - Trend del Equity / Debt Ratio delle PMI italiane**



Fonte: Elaborazioni su dati Confindustria, SDA Bocconi e Registro delle Imprese

Il livello sostanzialmente più alto in termini di percentuale di patrimonializzazione da parte delle imprese in fase di avvio rispetto a quanto si rileva per le Grandi Imprese e, in misura maggiore, per le PMI, è imputabile alle loro difficoltà di accedere ai canali bancari tradizionali a causa della

<sup>21</sup> Come noto, le *start-up* innovative devono registrarsi nelle apposite sezioni speciali del Registro delle imprese create *ad hoc* presso le Camere di Commercio.

strutturale rischiosità delle imprese neo-nate. Il razionamento e la diminuzione del credito dunque incidono sul rapporto E/D diminuendone il denominatore e risultando dunque in un valore maggiore di tale rapporto, anche se non in presenza di livelli particolarmente elevati di patrimonializzazione.

Le imprese in fase di avvio infatti risultano necessariamente più “sbilanciate” sull’*equity*, poiché il rischio associato a tale tipologia di impresa, ulteriormente aggravato dal periodo di congiuntura regressiva, “impedisce” ad esse di raggiungere i livelli di indebitamento delle PMI già avviate. Tuttavia la nuova impresa nel momento in cui inizia a crescere (sia in termini di fatturato che di *market share*), grazie alla diminuzione del rischio associato, tende ad aumentare il ricorso al capitale di debito per finanziare il proprio sviluppo e il passaggio alle fasi successive del proprio ciclo di vita.

Analizzando infatti i livelli di *leverage* medio delle PMI (tabella 7), si evidenzia come la percentuale di debito addizionale che si stima possa essere potenzialmente attivabile dalle imprese in fase di avvio, a parità di capitale proprio, sia pari a circa il 10% del totale del capitale di debito e dei mezzi propri disponibili. Tale ammontare permetterebbe alle imprese in fase di avvio di raggiungere un livello di *leverage* pari a quello registrabile ad oggi per le PMI già avviate. In generale si rileva come, nel caso in cui si registrasse un aumento del livello di *equity* dell’impresa in fase di avvio, ad esso corrisponderebbe un aumento più che proporzionale rispetto al parallelo aumento di capitale proprio.

In generale la Lombardia conferma sostanzialmente l’allineamento della struttura finanziaria delle proprie imprese alla media nazionale sia a livello medio che per quanto riguarda le diverse fasce dimensionali. In particolare, secondo Banca d’Italia<sup>22</sup>, il grado di patrimonializzazione<sup>23</sup> delle imprese della Lombardia, calcolato come rapporto tra Patrimonio Netto e la somma dei debiti finanziari e verso terzi (al netto dei debiti verso fornitori) e il Patrimonio Netto stesso, si è attestato nel periodo 2008 – 2012 *post - crisi* al 29% (29% per le piccole imprese del campione analizzato, 30% per le medie e 35% per le grandi), facendo registrare un aumento rispetto ai valori del triennio 2004 – 2007 *pre – crisi* (25% nel complesso).

**Tabella 7 - Grado di patrimonializzazione delle imprese lombarde per classe dimensionale (valori percentuali)**

Grado di patrimonializzazione delle imprese lombarde per classe dimensionale		
	2004 - 2007	2008 - 2012
<b>Totale imprese</b>	25%	29%
Piccole imprese	25%	29%
Medie imprese	28%	30%
Grandi imprese	31%	35%

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d’Italia

Nota (1): Valori mediani ottenuti applicando il peso di riporto alla popolazione, campione chiuso a scorrimento biennale. Medie semplici di periodo dei valori mediani annuali

<sup>22</sup> Banca d’Italia – Economie Regionali Lombardia (Giugno 2014).

<sup>23</sup>  $E / (D+E)$ .

Tale andamento, in linea con il *trend* registrato a livello nazionale e nonostante permanga ad oggi una sotto-patrimonializzazione strutturale del tessuto imprenditoriale italiano, indica che le imprese stanno gradualmente subendo una revisione della propria struttura finanziaria, in esito alla diminuzione del loro *stock* di debiti finanziari (anche a causa della contrazione del credito, c.d. “*credit crunch*”) e al conseguente maggior grado di patrimonializzazione raggiunto, senza però accedere a maggiori risorse.

#### **1.4.2 Le specificità delle imprese in fase di avvio**

L'analisi della struttura finanziaria e del rapporto E/D delle imprese in fase di *avvio* e di particolari tipologie di esse (es. cd “*start up* innovativa”), mette in evidenza alcune condizioni peculiari che potrebbero limitare il loro accesso al credito bancario e determinare una potenziale maggiore necessità di ricorso al capitale di rischio.

Tra queste si citano in via esemplificativa: (i) l'elevato livello di profittabilità attesa (specialmente per le imprese che operano nel settore *hi-tech* e *mobile*); (ii) il possibile elevato grado di rischio, che può ridurre l'attitudine delle banche a erogare finanziamenti e che è direttamente derivante dall'impossibilità per le imprese di fornire uno storico delle proprie *performance* sul mercato o dell'esperienza del proprio *management* (cd “*track – record*”); (iii) l'eventuale necessità per le imprese neo – nate di disporre di una flessibilità strutturale operativa in fase di “*asestamento*” e consolidamento che permetta agli imprenditori di avere un certo grado di autonomia decisionale necessaria.

L'andamento congiunturale rilevabile a livello nazionale e regionale è caratterizzato da: (i) una generale predisposizione degli istituti di credito a focalizzare la propria offerta, contrattasi negli ultimi anni a seguito della crisi economica del 2008, verso le cd “*imprese migliori*”, (ii) uno scarso sviluppo del mercato dei capitali (es. AIM – *Alternative Investment Market*<sup>24</sup>) e (iii) una bassa propensione al rischio da parte degli investitori privati.

Tale scenario può implicare che le imprese in fase di *avvio* (e ancora di più quelle in fase di *seed*) incontrino difficoltà notevoli e crescenti nella raccolta di credito e/o capitale di rischio e che dunque debbano basarsi nelle primissime fasi della loro vita sulla dotazione iniziale di capitale proprio ricorrendo spesso alla propria “*close family*”. Tale necessità si rispecchia nella struttura finanziaria di queste imprese che, seppur sbilanciata sul lato *equity*, presenta valori più ponderati rispetto alle altre classi di imprese (cfr. *supra*).

Quale esempio di intervento a supporto dell'accesso al credito per le imprese in fase di *avvio*, si cita la Legge n. 221/2012, che prevede un accesso semplificato, gratuito e diretto al Fondo Centrale di Garanzia presso il Ministero dello Sviluppo Economico per le *start up* innovative. La realizzazione di tale intervento è stata avviata nel settembre 2013 e, fino ad aprile 2015, sono stati concessi prestiti garantiti dal Fondo a 388 *start up* innovative per oltre 172 milioni di euro, corrispondenti a 526 operazioni di taglio medio di circa 327 mila euro. Sono stati inoltre concessi

---

<sup>24</sup> Cfr. paragrafo 1.5.5. (Il mercato dell'*Alternative Investment Market* di Borsa Italiana).

6 finanziamenti garantiti dal Fondo a 3 incubatori di *start up* innovative, per un totale di 7 milioni di euro.

**Tabella 8 - Prestiti a start up innovative (settembre 2013-aprile 2015)**

Prestiti a start-up innovative			
	€/mgl totali	€/mgl in media	n. prestiti
Lombardia	80.126	585	137
Emilia Romagna	13.301	229	58
Veneto	10.496	181	58
Abruzzo	9.160	654	14
Lazio	8.324	269	31
Piemonte	7.647	191	40
Trentino Alto Adige	6.403	221	29
Campania	5.675	227	25
Friuli Venezia Giulia	5.500	145	38
Puglia	5.095	510	10
Toscana	4.341	197	22
Umbria	4.111	1.028	4
Liguria	3.500	438	8
Sicilia	2.828	218	13
Marche	2.611	145	18
Calabria	1.228	123	10
Sardegna	1.005	335	3
Molise	525	105	5
Valle d'Aosta	200	67	3
<b>Totale</b>	<b>172.076</b>	<b>327</b>	<b>526</b>

Fonte: elaborazioni su dati Ministero dello Sviluppo Economico

## 1.5 Analisi dei canali di finanziamento delle imprese in fase di avvio

Le imprese in fase di *avvio* e *di start up* possono ricorrere a diverse fonti di finanziamento. Tra queste le principali sono individuabili in:

- capitale di debito (a breve, medio o lungo termine);
- capitale di rischio (tramite autofinanziamento o operatori istituzionali e / o canali alternativi di *funding*);
- finanziamenti pubblici e/o agevolati.

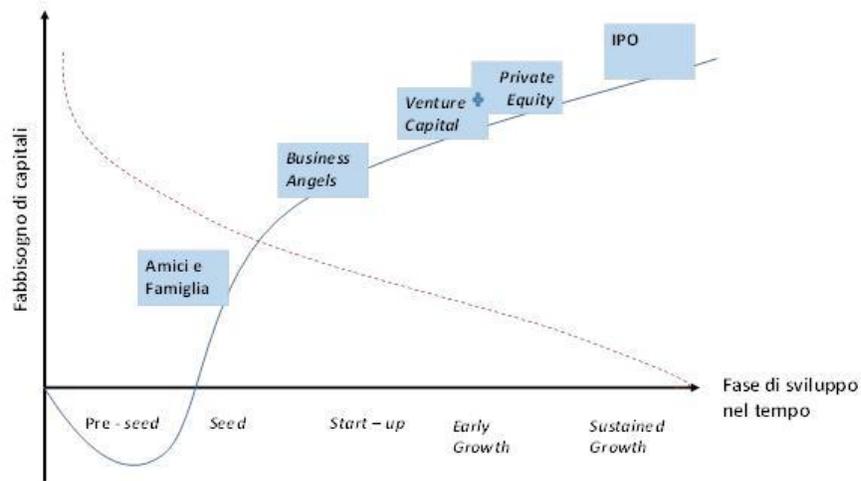
L'intensità, la qualità e la tipologia dei rapporti che un'impresa instaura con il mercato finanziario e/o con il mercato del capitale di rischio dipendono in primo luogo dalle caratteristiche dell'impresa, dalle scelte del singolo imprenditore, dal settore di mercato di riferimento, nonché

dalla fase del ciclo di vita dell'impresa stessa. Ogni fase presenta infatti caratteristiche diverse relative al fabbisogno finanziario dell'azienda. Secondo una classificazione ampiamente utilizzata, il processo complessivo di sviluppo di un'impresa, che dalla nascita dell'idea imprenditoriale arriva allo stadio di vendita del prodotto su scala industriale, si caratterizza per le seguenti fasi:

- **Fase di Seed:** in tale fase si verifica il concepimento dell'idea innovativa (che può avvenire anche nella fase di *Pre-seed*). La fase si contraddistingue per un'elevata incertezza dei risultati prospettici e per un fabbisogno finanziario contenuto, spesso coperto da risorse personali dell'imprenditore o della famiglia e degli amici, anche in contesti imprenditoriali ancora non completamente strutturati a livello societario;
- **Fase di Early Stage:** tale fase comprende l'avvio dell'attività (*start up*) e la fase di espansione iniziale (*Early Growth*). Nella fase di *start up*, caratterizzata ancora da un'elevata incertezza circa le probabilità di successo e da un elevato fabbisogno finanziario, cui si contrappone una sostanziale assenza di ricavi. L'idea viene presentata al mercato. La fase di espansione iniziale è caratterizzata dall'avvio dell'attività e dalla rapida crescita dei ricavi, che consente di incrementare il margine di autofinanziamento, pur non ancora sufficiente a coprire integralmente il fabbisogno finanziario. In tale fase le imprese incontrano difficoltà nell'ottenere finanziamenti e pertanto è prevalente il ricorso a fonti di capitale.
- **Fase di Sviluppo Sostenuto (*Sustained Growth*):** tale fase è caratterizzata da una rischiosità più contenuta; l'impresa aumenta la propria capacità di generare risorse e il fabbisogno finanziario è solitamente coperto anche dal ricorso a fonti esterne di finanziamento.

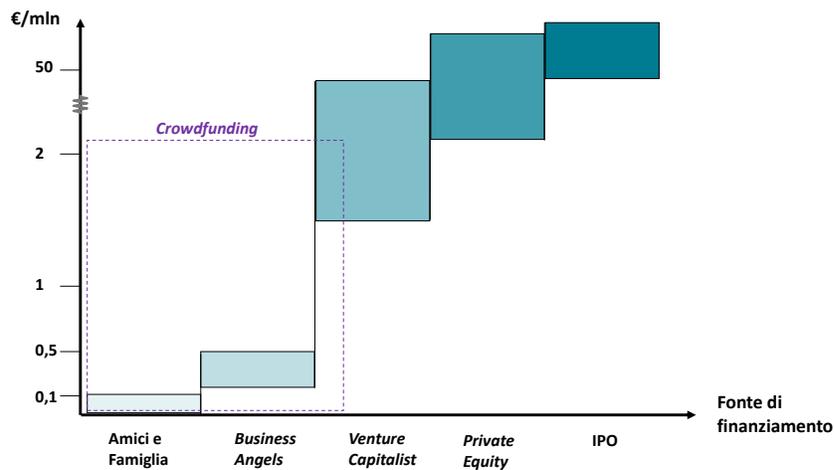
Rispetto ad ognuna delle fasi sopraelencate, vi sono sempre uno o più soggetti fisici o giuridici adeguati a supplire alle specifiche necessità di finanziamento dell'impresa: così, per le imprese appena avviate appare opportuno ricorrere al cd "*peer – to – peer lending*" da parte della propria "*close family*"; le imprese in fase di avvio, ma più strutturate e nella loro prima fase di sviluppo, possono ricorrere, invece, ai *Business Angels* o ai Fondi di *Venture Capital* e di *Private Equity*; le imprese che necessitano di fondi per sostenere la propria crescita, possono ricorrere alla quotazione in borsa. Ognuno di questi soggetti può contribuire, tramite l'apporto di capitale di rischio, alla crescita dell'impresa per un ammontare variabile sulla base della tipologia di investitore (Figura 4) e tramite differenti canali (es. *Crowdfunding*).

Figura 3 - Le fasi evolutive del fabbisogno finanziario



Fonte: elaborazioni su dati Confindustria

Figura 4 - Le principali fonti di finanziamento delle imprese in fase di start up



Fonte: elaborazioni su dati European Crowdfunding Network

Il presente paragrafo è quindi dedicato all'analisi dei diversi canali di finanziamento e operatori di investimento in *start up* e capitale di rischio. Inoltre, il paragrafo include alcuni approfondimenti sui canali di investimento innovativi in capitale di rischio (*AIM*, *Crowdfunding*). Anche in questo caso, le principali evidenze che emergono dai dati esaminati sono riepilogate in un *box* introduttivo, che anticipa una sintesi delle analisi sviluppate.

**Principali evidenze:**

- *La restrizione del credito è una con - causa della diminuzione del numero di imprese nate.*
- *A causa del contesto congiunturale negativo e della generale contrazione del mercato del credito a partire dalla crisi finanziaria del 2008 (cd “credit crunch”), si è assistito, sia a livello nazionale che regionale, a un aumento della rischiosità complessiva del credito, parallelo alla contrazione complessiva dello stock, con effetti amplificati sulle piccole imprese, specialmente se di nuova costituzione.*
- *Il sistema “allargato” degli investitori professionali in capitale di rischio (Venture Capitalists, Business Angels, ecc.) in Italia è complessivamente sottodimensionato rispetto ai principali comparables europei sia in termini assoluti che in percentuale rispetto al PIL sviluppato dal Paese.*
- *In tale contesto la Lombardia, che appare sostanzialmente confermare negli anni il proprio posizionamento a livello nazionale sia per struttura dell’offerta (in termini di numerosità e volume degli operatori che in funzione degli investimenti realizzati), presenta comunque possibilità di miglioramento della performance, se raffrontata ai Paesi e Regioni “top performer” a livello europeo.*
- *La crescita degli investimenti in capitale di rischio da parte degli operatori “tradizionali” di Private Equity, coerentemente con la fase di mercato, si sta focalizzando maggiormente sulle fasi secondarie del ciclo di vita delle imprese e non sulle start up.*
- *I bisogni finanziari delle start up, anche per la natura spesso innovativa della loro business idea, possono comportare una riduzione della dimensione media richiesta dell’investimento (100 mila euro).*
- *I canali di investimento innovativi in capitale di rischio (AIM, Crowdfunding) sono ancora poco sviluppati in Italia, ma mostrano delle potenzialità che potrebbero essere maggiormente valorizzate in Lombardia dato l’assetto complessivo e l’ecosistema favorevole.*

**1.5.1 Il mercato del credito bancario**

A partire dall’inizio della crisi finanziaria del 2008 (cd “credit crunch”) si è registrato un aumento della rischiosità complessiva del credito (dovuto anche alla congiuntura economica negativa) con una parallela contrazione complessiva dello stock di credito offerto alle imprese. Ciò ha inciso in modo sensibilmente più rilevante sulla possibilità per le imprese di piccole dimensioni, specialmente se in fase di avvio, di finanziarsi attraverso debito bancario.

Anche a livello regionale, alla contrazione del dinamismo produttivo<sup>25</sup> è corrisposta una flessione nell’andamento degli aggregati creditizi. A fine 2014 il credito bancario totale alla clientela della Lombardia è infatti diminuito del 2,9%, con un’accentuazione della contrazione dei prestiti alle

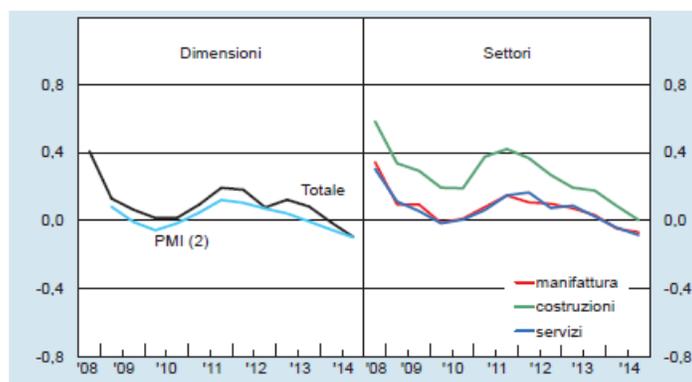
<sup>25</sup> Cfr. paragrafo 1.2 (Analisi della struttura del sistema produttivo lombardo).

imprese (diminuiti di ~4% a dicembre 2014)<sup>26</sup>. Gli aggregati creditizi sono diminuiti di un ulteriore 2,5% tra marzo 2014 e marzo 2015; ciò è dovuto in gran parte, per quanto riguarda l'offerta di credito, alla permanenza di condizioni restrittive (i) di sistema, quali il prolungarsi del periodo di recessione e l'incremento delle sofferenze, oltre che (ii) soggettive, delle banche, dovute alla ridotta disponibilità patrimoniale.

La riduzione del credito bancario erogato alle imprese nel 2014 ha interessato tutte le categorie dimensionali. L'impatto di tale riduzione risulta però particolarmente grave per le imprese di minori dimensioni per le quali, già prima della crisi, l'offerta di credito risultava strutturalmente più bassa, inducendole a rivolgersi a canali alternativi di credito e/o a cercare investimenti in capitale di rischio.

L'offerta di credito e le relative condizioni sembrano esprimere un leggero miglioramento in valori assoluti, ma resta inalterato anche nel 2014 l'atteggiamento degli operatori bancari nei confronti delle imprese per le quali si rileva un rischio maggiore, in primo luogo dunque quelle appena avviate e quelle di minori dimensioni, alle quali le banche continuano a razionare il credito e ad applicare *spread* elevati. In dettaglio si rileva come, raffrontando i tassi applicati alle piccole imprese con quelli applicati alle imprese di maggiori dimensioni, lo "*spread* dimensionale" dei tassi applicati a tali tipologie di imprese si sia attestato mediamente a 170 punti base. In pratica le banche applicano un meccanismo di offerta selettiva che determina la concentrazione del credito su pochi "prenditori", penalizzando il tessuto frammentato delle PMI.

**Grafico 35 – Andamento dell'offerta di credito alle imprese lombarde - Irrigidimento (+) / Allentamento (-) (1)**



Fonte: Elaborazioni su dati Banca D'Italia

Nota (1) L'indice è costruito aggregando le risposte qualitative fornite dalle banche partecipanti all'indagine

Nota (2) Per le piccole e medie imprese non sono disponibili i dati riferiti al quarto trimestre del 2008

A conferma del restringimento del credito erogato alle imprese in fase di avvio, dai dati dell'ultimo Rapporto Cerved, emerge come la restrizione del credito sia stata una causa diretta della

<sup>26</sup> Elaborazioni su dati Banca d'Italia.

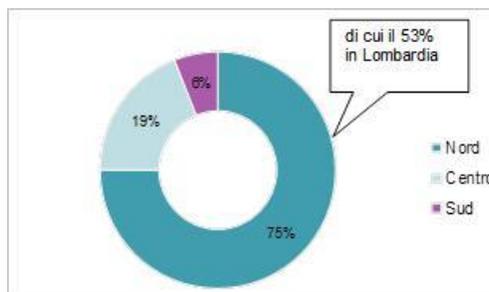
diminuzione del numero di imprese nate: solo 5 mila start up nate nel 2012 hanno iniziato l'attività con prestiti bancari, quasi la metà rispetto a quelle nate nel 2007.

### 1.5.2 Ricognizione dei principali investitori in capitale di rischio

Come già sostenuto, l'impresa può ottenere investimenti in capitale di rischio da parte di molteplici operatori presenti sul territorio nazionale e regionale. Tra questi si analizzeranno di seguito: gli operatori di *Venture Capital* e quelli di *Private Equity*, i *Business Angels* e gli Incubatori presenti a livello nazionale e regionale.

La Lombardia presenta infatti al suo interno circa il 50% degli operatori istituzionali che operano nel mercato del capitale di rischio. Questo elemento, così come l'attestarsi della Lombardia come prima Regione italiana per PIL e per numero di *start up* innovative e di Incubatori (*cf. infra*), sembra incrementare la forza di "attrazione" degli investimenti in capitale di rischio da parte della Regione, sulla quale si concentra ad oggi la maggior parte delle risorse (*cf. infra*), nonostante l'ammontare di tale tipologia di investimenti e lo sviluppo della rete di operatori e dei canali disponibili risultino ancora sottodimensionati rispetto ad altri Paesi europei.

**Grafico 36 – Incidenza del numero di operatori istituzionali su totale nazionale**



Fonte: elaborazioni su dati Italia start up

Passando all'analisi delle singole tipologie di operatore, i **Venture Capitalists** apportano capitale di rischio in imprese (i) di piccole dimensioni, (ii) che si trovano nella loro prima fase di sviluppo, (iii) che hanno un'elevata propensione all'innovazione, (iv) che dispongono di un piano imprenditoriale chiaro e di un progetto di sviluppo tendente alla crescita e (v) che facciano affidamento su personale manageriale determinato; l'investimento che solitamente viene erogato dagli operatori di *Venture* si aggira su valori che raggiungono un massimo di 1,5 milioni di euro, con "tagli" nettamente più bassi per le nuove imprese. L'arco temporale dell'intervento di solito non supera i tre/cinque anni, nell'intento, proprio di tale tipologia di operatori, di realizzare un elevato rendimento in termini di guadagni in conto capitale (cd *Capital gain*). A fine 2013 si registrano 15 Fondi di *Venture Capital* attivi sul territorio nazionale.

Tabella 9- I fondi di Venture Capital a livello nazionale

Fondi di VENTURE CAPITAL	
Principia SGR	12
Imi Fondi Chiusi SGR	5
Filas	5
Vertis SGR	4
dpixe	2
Friulia SGR	2
360 Capital Partners	2
United Ventures	2
ZernikeMeta Ventures	2
Braveheart Investment Group	1
Capital B!	1
Innogest SGR	1
Intesa SanPaolo	1
TTVenture	1
Novus Ventures	1
	42

Fonte: elaborazioni su dati Venture Capital Monitor

Le **società di Private Equity** si occupano invece della gestione dei cd Fondi di *Private Equity*. Un fondo di *Private Equity*, la cui durata si aggira tra i 5 e i 30 anni, ha la funzione di compiere investimenti in aziende “*target*”; tali investimenti vengono calibrati in relazione (i) alla dimensione del Fondo e delle aziende oggetto di investimento, che possono anche non essere in fase di *start up* e (ii) alla finalità dell’investimento (es. avvio di impresa, sviluppo, espansione, liquidazione dei vecchi soci, rilevazioni o acquisizioni, risanamento)<sup>27</sup>. Il Fondo viene gestito da una Società di Gestione del Risparmio (SGR) di proprietà dei *Partner* e degli *Sponsor* del Fondo, quale soggetto intermediario adibito alla creazione e alla gestione del Fondo.

Per quanto concerne il numero di operatori nel segmento del *Private Equity* si riporta di seguito il dettaglio delle principali società di *Private Equity* associate e aderenti all’Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital* (“AIFI”) che sono presenti nel territorio lombardo.

<sup>27</sup> Nel seguito del paragrafo ci si riferisce alle operazioni che hanno come finalità l’avvio o lo sviluppo di nuove imprese come a operazioni “*start-up*” e “*seed*”, mentre si definiscono quelle che hanno come finalità l’espansione, la liquidazione dei vecchi soci, le rilevazioni o acquisizioni e il risanamento rispettivamente “*expansion*”, “*replacement*”, “*buy-out*” e “*turnaround*”.

Tabella 10 - Società di Private Equity con sede in Lombardia (2013)

Società di Private Equity attive in Lombardia					
Nome della società	Sede Legale	Tipologia di investimento	Management (€mln)	Raccolta (€mln)	Partecipazioni in portafoglio (n. imprese)
Riello Investimenti SPA	Milano	PMI in tutti i settori	n.a.	65,25	n.a.
Permira Associati	Milano	Settori: <i>Consumer</i> (36%), <i>Financial Services</i> (8%), <i>Healthcare</i> (3%), <i>Industriale</i> (20%) e <i>Telecomunicazioni</i> (33%)	43.000	n.a.	28
Venice Shipping and Logistics S.p.A.	Milano	Imprese operanti nel settore del trasporto marittimo	10,1	44	3
Alpha Associati Srl	Milano	Imprese di tutti i settori dal valore compreso tra € 50 mln e € 500 mln	2.000	1.500	8
Tamburi Investment Partners (TIP)	Milano	Società con posizioni di rilievo nei rispettivi mercati con un focus particolare nel settore tecnologico	1.500	n.a.	11
Yarpa e LBO France (1)	Milano	PMI italiane operanti nel settore industriale e dei servizi	n.a.	n.a.	n.a.
BC Partners	Milano	Aziende leader di mercato in tutti i settori con tassi di crescita stabili	n.a.	12.000	17
Mittel Management (Gruppo Mittle) (2)	Milano	Medie imprese italiane	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Totale</b>					

Fonte: Elaborazioni su dati AIFI 2013

Nota (1) Controllata dalla holding Yarpa, investe in joint ventures con LBO France.

Nota (2) Le partecipazioni risultano da bilancio al 30.09.2014 pari a zero mentre le disponibilità liquide si attestano su valori molto elevati, imputabili ad una raccolta effettuata senza che vi sia stato ancora alcun investimento.

Inoltre si rileva la presenza in Lombardia di 4 società a emanazione pubblica che fanno investimenti di *Private Equity*, oltre agli Operatori Pubblici Statali deputati agli investimenti in capitale di rischio che investono in tutto il territorio nazionale, ivi compresa dunque la Lombardia (es. Simest, F2I, ecc...):

1. Como Venture S.r.l.: è una società finanziaria che investe in imprese innovative che abbiano un elevato contenuto tecnologico e un alto potenziale di crescita. La società assume partecipazioni di capitale in tali imprese per un orizzonte temporale medio - lungo. Como Venture opera anche in concerto con il Parco Scientifico Tecnologico ComoNExT, volto a favorire il trasferimento tecnologico per le imprese innovative insediate.
2. Finlombarda Gestioni SGR S.p.A.: è una società di gestione del risparmio costituita l'11 aprile 2001 e interamente partecipata da Finlombarda. La società opera con l'obiettivo di supportare le politiche per la competitività economica e la qualità del sistema sociale attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari di mercato innovativi. Attualmente gestisce "Next", Fondo di Fondi mobiliare chiuso sottoscritto da investitori istituzionali e istituito da Regione Lombardia con lo scopo di sviluppare sul territorio lombardo un mercato del *Venture Capital* orientato all'innovazione e allo sviluppo di nuove tecnologie, e "EUROMED", Fondo di *Private Equity* nato con l'obiettivo di supportare l'avvio o l'espansione delle attività di aziende italiane ed europee nel contesto dell'area euro-mediterranea.
3. Futurimpresa SGR: è una piattaforma per le imprese che ha l'obiettivo di offrire capitali, tramite investimenti di *Private Equity* e *mini-bond*, a supporto dello sviluppo delle PMI italiane. Si colloca nella più ampia iniziativa lanciata dal Gruppo Azimut Libera Impresa a sostegno delle imprese, degli imprenditori e del "Sistema Italia". La Società gestisce il Fondo mobiliare chiuso "Finanza e Sviluppo Impresa" riservato a Investitori qualificati di durata decennale, che acquisisce partecipazioni di minoranza in società di capitali con fatturato tra i 10 e i 50 milioni di euro che abbiano sede in Lombardia.

4. P101: è una società specializzata in investimenti *Early Stage* nel settore digitale. Gli investimenti di P101 sono focalizzati principalmente su società italiane che sfruttino le opportunità offerte dalla rivoluzione digitale, con un apporto di capitale tipicamente compreso tra 500 mila euro e 3 milioni di euro.

I **Business Angels** sono investitori privati, formati da unità singole o gruppi di persone, che seguono le giovani imprese con propensione alla crescita al fine di effettuare investimenti in fase di avvio (*seed*) delle stesse e di acquisire i rendimenti futuri. Inoltre essi, oltre a finanziare il soddisfacimento dei fabbisogni delle imprese nelle prime fasi di vita, forniscono loro anche un affiancamento per la conduzione dello *start up*.

Ad oggi si concentra in Lombardia circa il 40% del totale nazionale dei soci dell'*Italian Business Angels Network* ("IBAN"), ovvero 50 *Business Angels* (tutti persone fisiche) e due *Business Angels Networks* (*Business Angels Network* di Monza e Brianza, nato all'interno del progetto MB Valley, con la mission di individuare potenziali *start up*, contribuire alla loro riuscita economica, creare nuova occupazione sul territorio e favorire lo scambio tra *Business Angels* e i rapporti con enti/associazioni; *Como Venture S.r.l.* (cfr. supra).

Gli operatori censiti si concentrano per la maggior parte nella Provincia di Milano (70%) e nella Provincia di Monza e Brianza (10%), Varese, Brescia e Como (tutte e tre incidenti per il 6% sul totale lombardo).

Gli **Incubatori** sono operatori di possibile diversa emanazione e che assicurano, in qualità di c.d. "facilitatori aziendali" che vi sia un adeguato grado di propulsione alle idee degli imprenditori a livello locale favorendo l'aggregazione e lo sviluppo delle realtà imprenditoriali che nascono nei singoli territori della Penisola. Tali enti raccolgono le idee imprenditoriali stimate ad alto potenziale di ritorno economico, ma non ancora pronte per essere massicciamente finanziate, fornendo agli imprenditori, per un periodo di tempo limitato (di solito uno o due anni) e a patto che vengano rispettati determinati requisiti, le risorse necessarie sia in termini economici che di specifica *expertise* di supporto in fase di *business planning* e / o strutturazione di piani di *marketing*.

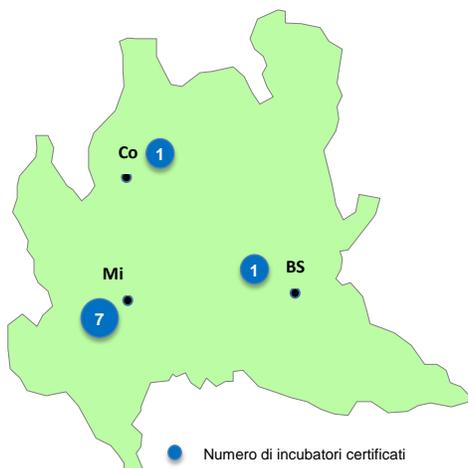
I principali Incubatori attivi nella Regione Lombardia sono (i) l'Acceleratore d'impresa del Politecnico di Milano, che rivolge la propria attenzione in particolare alle imprese attive nel settore ICT in senso lato e (ii) Annapurna Ventures, Incubatore di imprese appena avviate che sviluppano *business Internet – based* specialmente sulla tecnologia digitale (es. *social media* e *mobile applications*).

Una particolare tipologia di Incubatori, che rappresenta un **sotto-insieme rispetto agli incubatori di *start up***, è costituita dai c.d. **Incubatori certificati di *start up* innovative**, specificatamente definiti dal Decreto Legge 179/2012 (conv. Legge n. 221/2012) come società di capitali di diritto italiano, ovvero società europee residenti in Italia, che offrono servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di *start up* innovative. L'Incubatore certificato deve possedere un'adeguata e comprovata esperienza nell'attività di sostegno alle *start up* innovative e deve dotarsi di una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente che fornisca servizi di supporto alla creazione di tali imprese. Gli incubatori intrattengono regolari rapporti di

collaborazione con Università, Centri di Ricerca, Istituzioni Pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati alle *start up*<sup>28</sup>

Nel territorio nazionale si registra un totale di 28 incubatori certificati di *start up* innovative, di cui 9 (il 32% del totale) registrati nella Regione Lombardia. Gli Incubatori certificati lombardi sono localizzati solamente nelle Province di Milano (7 incubatori), Brescia e Como.

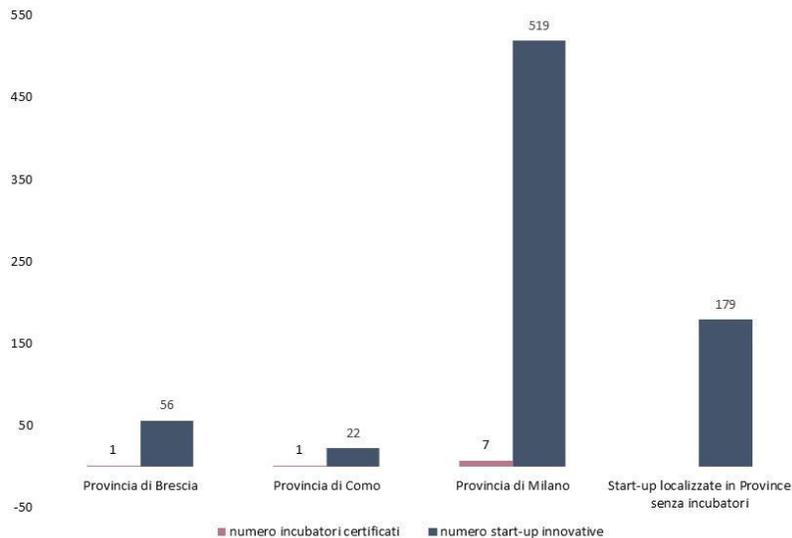
**Figura 5 – Numero di Incubatori di *start up* innovative certificati per Provincia (2015)**



Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

Da un raffronto tra il numero delle *start up* innovative registrate in Lombardia e il numero degli Incubatori certificati emerge che nella Provincia di Milano sono attivi 7 Incubatori certificati a fronte di 519 *start up* innovative registrate, nella Provincia di Brescia 1 incubatore certificato a fronte di 56 *start up* innovative e nella Provincia di Como 1 Incubatore certificato a fronte di 22 *start up* innovative. Le *start up* innovative localizzate nelle Province dove non è insediato alcun Incubatore certificato sono 179.

<sup>28</sup> Cfr. paragrafo 1.5 (Analisi dei canali di finanziamento delle imprese in fase di avvio)

**Grafico 37 – Numero di Incubatori di start up innovative certificati in Lombardia (2015)**

Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

Per maggiori informazioni in merito agli Incubatori certificati presenti nella Regione Lombardia per ciascuna Provincia, si riporta di seguito una lista di tali società.

**Tabella 11 - Incubatori certificati di start up innovative nella Regione Lombardia (2015)**

Incubatori certificati di start-up innovative nella Regione Lombardia		
Denominazione incubatore	Provincia	Comune
TELECOM ITALIA S.P.A.	MI	MILANO
DIGITAL MAGICS S.P.A.	MI	MILANO
FILARETE SERVIZI S.R.L.	MI	MILANO
THE HUB SRL	MI	MILANO
BOOX S.R.L.	MI	MILANO
TALENT GARDEN MILANO S.R.L.	MI	MILANO
POLIHUB SERVIZI S.R.L.	MI	MILANO
D-NAMIC S.R.L.	BS	SAN ZENO NAVIGLIO
COMONEXT S.C.P.A.	CO	COMO

Fonte: elaborazioni su dati Registro delle imprese – Sezione speciale

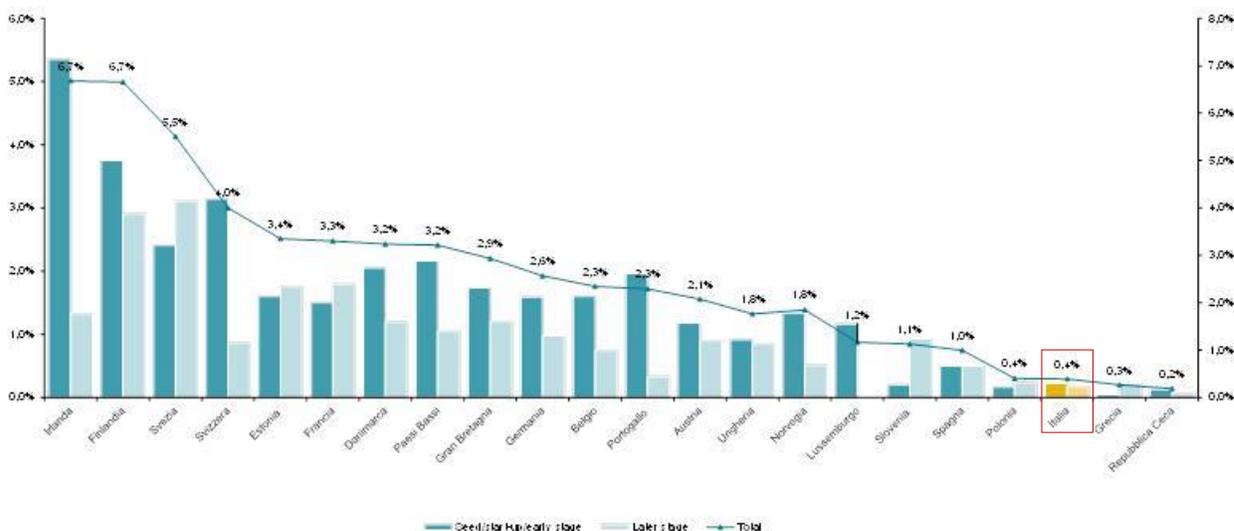
### 1.5.3 Il mercato del Venture Capital e del Private Equity

Al contrario di quanto avviene negli USA, dove l'attività di investimento nel capitale di rischio nella sua globalità, denominata attività di *Private Equity*, viene suddivisa tra operazioni di *Venture*

*Capital e buy-out*, sino ad oggi in Europa si è distinto tra *Private Equity*, comprensivo di tutte le operazioni realizzate su fasi del ciclo di vita delle imprese (cfr. *supra*), e *Venture Capital*, ossia finanziamento all'avvio di impresa e finalizzato al compimento della loro prima fase di sviluppo.

Secondo il rapporto curato dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), "*Entrepreneurship at a Glance 2014*", tra i Paesi oggetto di analisi, l'Italia può essere annoverata tra quelli che investono meno in capitale di rischio (circa 0,5% del proprio PIL), posizionandosi in terzultima posizione nel 2013 prima di Grecia e Repubblica Ceca. A livello europeo, la Regione che, al contrario, investe maggiormente è l'Irlanda, che registra un livello di investimento pari a circa il 6,5% del proprio PIL, di cui circa il 5% in *Early Stage* e *Seed Capital* e l'1,5% nel cd *Later Stage Venture* (ovvero nelle fasi successive di vita dell'impresa).

**Grafico 38 – Europa: Investimenti in capitale di rischio (Private Equity e Venture Capital) in percentuale del PIL (2013)**

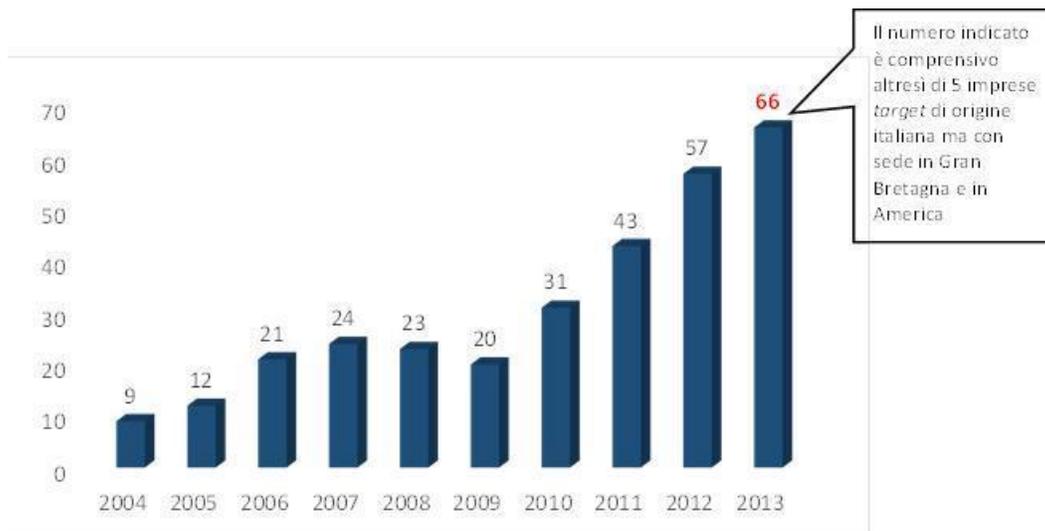


Fonte: elaborazioni su dati OCSE

Nel corso del 2013 il mercato del **Venture Capital** italiano ha registrato 66 nuove operazioni (+16% rispetto al 2012) poste in essere da 32 investitori attivi per una media di circa 2 investimenti ciascuno. I primi 8 operatori presenti a livello nazionale catalizzano su di loro circa il 50% della complessiva attività di *Venture Capital* (in leggera contrazione rispetto all'anno precedente, quando i primi 6 operatori avevano catalizzato il 51% degli investimenti). Delle 66 operazioni, 61 hanno visto coinvolte imprese *target* con sede nel territorio italiano e 5 imprese di origine italiana con sede all'estero (2 in Gran Bretagna e 3 in America). Dalle indicazioni preliminari ricavabili dai dati successivamente presentati (cfr. *infra*) emerge una significativa differenza tra i livelli di investimento medio registrabili per le nuove imprese in fase di sviluppo e per le imprese in fase di avvio (cd operazioni di *Early Stage* e *Seed Capital*), per le quali sono rilevabili "tagli" molto inferiori (tabella 12).

Nel dettaglio, nell'arco temporale esaminato 2004-2013, si registra un andamento fluttuante del numero delle imprese oggetto di investimento in Italia, con una variazione generale crescente delle stesse nel periodo 2004- 2013 pari circa all'86%.

**Grafico 39 – Numero di imprese target per anno di investimento**



Fonte: elaborazioni su dati Venture Capital Monitor

I *Business Angels* hanno affiancato in 8 operazioni gli operatori di *Venture Capital*, dimostrando un buon livello di cooperazione di queste due categorie di investitori. Tale fenomeno è stato probabilmente agevolato dall'alto tasso di investimenti in fase di *Early Stage* e in particolare di *Seed Capital* (44% delle operazioni di *venture* attivate all'interno del territorio nazionale), che si sono focalizzati principalmente nel Nord Italia con investimenti che, per il 68% dei casi, non hanno superato i 100 mila euro di ammontare finanziato<sup>29</sup>. Nel complesso il mercato "informale" del *Venture Capital* (ovvero quello posto in essere dai *Business Angels*) ha registrato un controvalore totale di circa 32 milioni di euro nel 2013 dimostrando una crescita sostenuta (CAGR 2000 – 2013: +40%).

Per quanto concerne la localizzazione delle imprese *target* degli investimenti *venture* a livello regionale, si registra la maggiore concentrazione delle stesse nella Regione Lombardia, con una presenza del 26% rispetto al totale nazionale, e, a seguire, un numero rilevante di imprese *target* nelle Regioni Emilia Romagna e Campania (12% del totale); di contro, la minore concentrazione delle imprese oggetto di investimento viene invece rilevata nelle Regioni Calabria, Puglia, Abruzzo, Marche e Friuli Venezia Giulia, con una presenza di appena 1 impresa *target* per Regione.

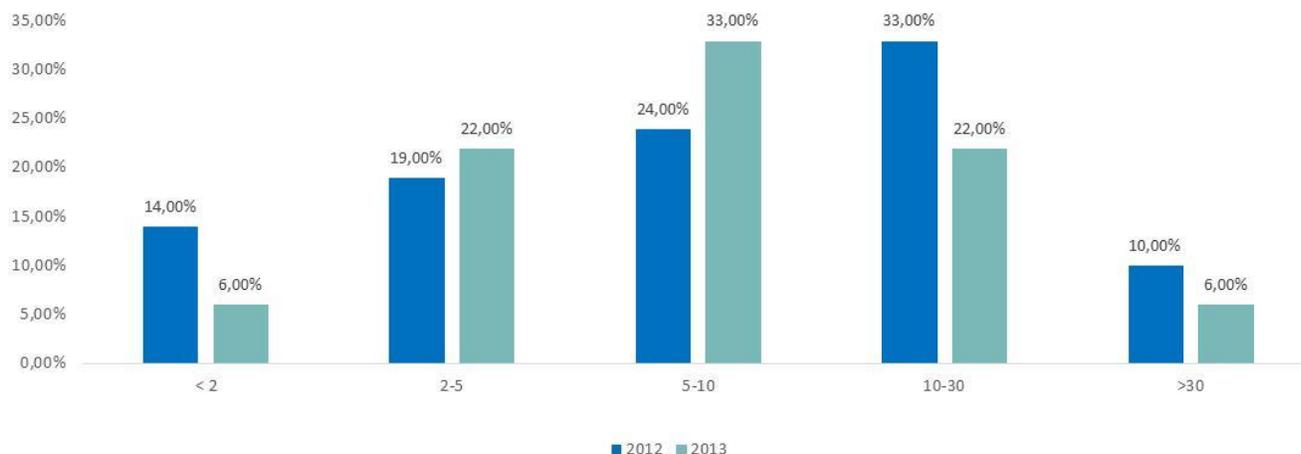
<sup>29</sup> Dati IBAN – *Italian Business Angel Network Association*.

**Grafico 40 - Numero di imprese target per posizione geografica (Venture Capital)**

Fonte: elaborazioni su dati Venture Capital Monitor

In merito ai principali settori di interesse del mercato del *Venture Capital* a livello italiano, si registra come, nel 2013, vi sia stata una predilezione degli operatori del settore (sia a livello di investitori istituzionali che di *Business Angels*) per l'ambito dell'ICT rispetto ad altre tipologie di attività economiche, con una concentrazione percentuale di imprese *target* in tale ambito pari al 50%; ulteriore ambito di interesse da parte degli investitori risulta essere il settore dei prodotti per l'industria, con una presenza di imprese oggetto di investimento poco inferiore al 10% e in netta crescita rispetto ai valori del 2012.

Analizzando invece le classi di dipendenti, si evidenzia come vi sia stata, nel 2013, una catalizzazione degli investimenti *venture* in imprese *target* con numero di addetti compreso tra 5 e 10 (33% del totale delle imprese *target*); tale risultato è difforme dall'andamento registrato nel 2012, che evidenziava invece una maggior incidenza dell'investimento in imprese *target* con numero di addetti tra 10 e 30 (33% del totale delle imprese *target*). Le imprese *target* con numero di addetti tra 2 e 30 risultano essere invece, sempre nel 2013, le imprese che suscitano negli operatori un minor interesse, con una percentuale rispettiva pari ad appena il 6% rispetto al totale delle imprese *target*; a tal riguardo si precisa che per le imprese oggetto di investimento con numero di addetti inferiore a 2 si è registrata una riduzione dell'interesse di investimento tra 2012 e 2013 (rispettivamente 14% per il 2012 e 6% per il 2013).

**Grafico 41 - Numero di imprese target per classe di addetti (Venture Capital)**

Fonte: elaborazioni su dati Venture Capital Monitor

Le imprese oggetto di investimento *venture* risultano essere costituite per il 74% sotto forma di società a responsabilità limitata, per il 14% sotto forma di società per azioni e per il 12% come veicolo societario di diritto estero; a tal riguardo si precisa che il 45% delle società *target* sono *start up* innovative, che, come già indicato, risultano essere costituite per la maggior parte sotto forma di società a responsabilità limitata<sup>30</sup>.

Dall'analisi dei dati inerenti al 2013, si riscontra un ammontare di investimento medio da parte degli operatori di *Venture Capital* attivi di 0,8 milioni di euro per l'acquisizione di una quota pari al 25% del capitale delle imprese *target* costituite in media da 2 anni con iniziativa privata. Tuttavia, come già rilevato, l'investimento medio per operazioni di *Early Stage* e di *Seed Capital* risulta pari a circa 100.000 euro. Le imprese *target* sono per la maggior parte impiegate nel settore dell'ICT e localizzate prevalentemente in Lombardia, contando mediamente un numero di addetti pari a 7 e un fatturato medio di 1,2 milioni di euro. Dal confronto dei dati indicati nella seguente tabella si segnala come dal 2011 al 2012 siano rilevabili pochi scostamenti, a eccezione della lieve riduzione della percentuale delle quote di capitale acquisite da parte degli investitori nel biennio 2011 - 2012 (rispettivamente 40% e 30%) rispetto al 2013 (25%).

<sup>30</sup> Cfr. paragrafo 1.3.2 (Le start up innovative in Regione Lombardia).

Tabella 12 - Profilo medio dell'investimento di Venture Capital (2011 – 2013)

Tipologia di dato	2011	2012	2013
<b>Ammontare investito medio (MIn €)</b>	1,0	0,8	0,8
<b>Ammontare investito medio in fase di early stage e seed capital (MIn €)</b>	n.a.	n.a.	0,1
<b>Quota acquisita</b>	40%	30%	25%
<b>Vintage year (anni) (1)</b>	2	1	2
<b>Deal origination</b>	iniziativa privata	iniziativa privata	iniziativa privata
<b>Regione prevalente</b>	Lombardia	Lombardia	Lombardia
<b>Settore prevalente</b>	ICT	ICT	ICT
<b>Volume dei ricavi (MIn €)</b>	1,5	1,0	1,2

Fonte: elaborazioni su dati Venture Capital Monitor

Nota (1): Per "vintage year" si intende l'anzianità dell'impresa target al momento dell'investimento a partire dall'anno della sua fondazione

Passando al mercato del **Private Equity**, a livello italiano esso ha registrato, a fine 2013, un totale di 63 operazioni (-22% rispetto al 2012) per un totale di investimento aggregato che si è attestato ai livelli pre – crisi. Il principale operatore attivo nel settore risulta essere, così come negli anni precedenti, il Fondo Italiano di Investimento (4 operazioni), seguito dal Fondo Strategico Italiano (FSI), Clessidra e CVC Capital Partners. A livello aggregato tali Fondi rappresentano un quinto del mercato. Il numero di operatori attivi in Italia risulta in leggera contrazione rispetto al 2012 (55 operatori, -3,5% rispetto al 2012) con una media di 1,2 operazioni concluse a operatore. In linea con il *trend* già rilevato per il mercato del *Venture Capital*, si registra come la maggior parte degli investimenti si sia focalizzata nella Regione Lombardia, con 32 imprese *target* con sede nel territorio lombardo (51% del totale nazionale).

**Grafico 42 - Numero di imprese target per posizione geografica (Private Equity)**

Fonte: elaborazioni su dati Private Equity Monitor

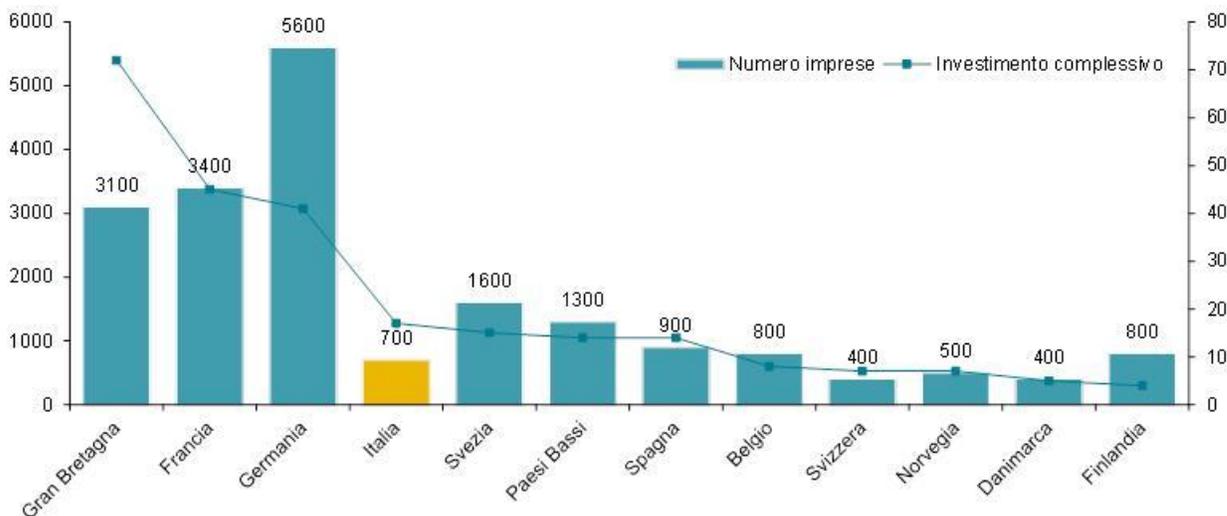
**Tabella 13 - Profilo medio dell'investimento di Private Equity (2013)**

Tipologia di dato	Annualità 2013
<b>Tipologia di operazione</b>	Buy - out
<b>Quota acquisita</b>	60%
<b>Deal origination</b>	iniziativa privata
<b>Regione prevalente</b>	Lombardia
<b>Settore prevalente</b>	Prodotti Industriali
<b>Volume dei ricavi (Mln €)</b>	34,9
<b>Ev/EBITDA</b>	7,1x

Fonte: elaborazioni su dati Private Equity Monitor

Secondo l'analisi svolta da *Frontier economics* su dati *European Venture Capital Association* (EVCA), l'Italia ha attratto investimenti di *Private Equity* a beneficio di 700 imprese, investendo nel periodo 2007 – 2012 circa lo 0,8% del proprio PIL (nel complesso 17 miliardi di euro nei sei anni analizzati). A livello europeo si registra nel periodo oggetto di analisi una generale diminuzione del livello di investimento.

**Grafico 43 – Europa: I 12 Paesi che hanno maggiormente attratto investimenti di Private Equity (2007 – 2012)**



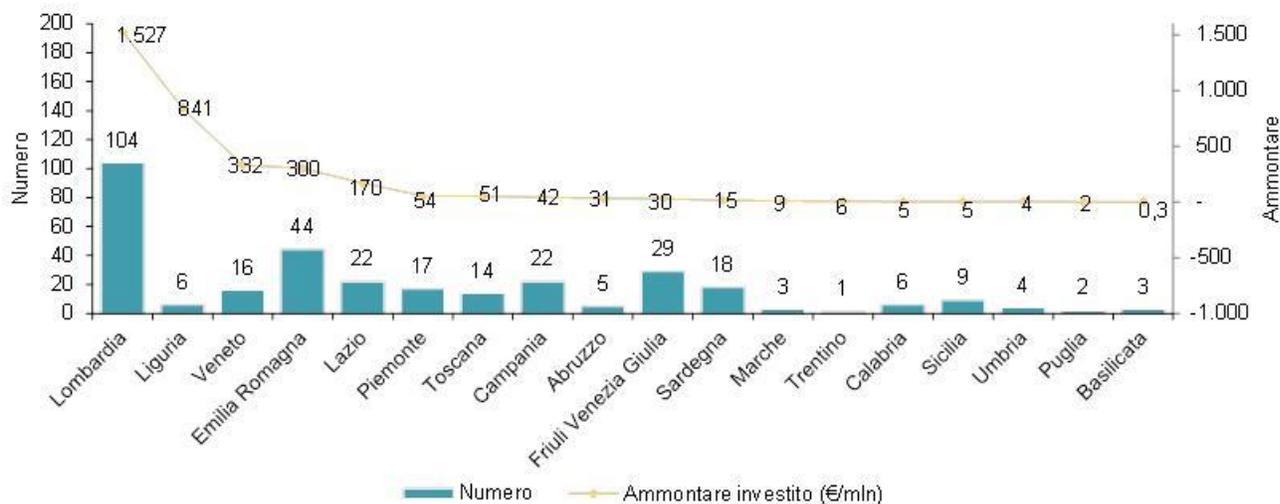
Fonte: elaborazioni su dati EVCA

Si rileva come l'investimento *pro capite* medio tra 2007 e 2012 sia stato in Italia il più basso tra i 12 Paesi europei oggetto di analisi (circa 25 euro), mentre Paesi come la Gran Bretagna hanno registrato valori anche 10 volte maggiori (pari a circa 280 euro *pro capite*).

La ripartizione degli investimenti di *Private Equity* in base al segmento di mercato ha visto la netta predominanza, nel 2013, del numero di operazioni di *expansion*, mentre, in termini di ammontare investito<sup>31</sup>, le operazioni di *buy-out* hanno ottenuto il 63% dell'ammontare totale (+14% rispetto al 2012). Il segmento *expansion* ha registrato invece un calo, seppur poco rilevante, nell'ammontare investito (-5% rispetto ai valori 2012). Relativamente invece alla distribuzione regionale, la Lombardia ha attirato nel corso del 2013 oltre il 50% del mercato (percentuale mai raggiunta prima nonostante la Lombardia si sia sempre distinta come principale bacino degli operatori sul territorio nazionale).

Analizzando la distribuzione geografica degli investimenti dei soci AIFI, risulta evidente un forte squilibrio del mercato a favore delle operazioni in essere nel Nord Italia (57% del totale per numero di operazioni realizzate e 89% del totale per ammontare totale investito), mentre il Centro, il Sud e le Isole risultano meno interessati da operazioni di tal specie, sia per numero che per ammontare, essendo ritenute ancora zone con un maggior rischio specifico da parte degli investitori professionali. Il numero di operazioni nel 2014 risulta essere diminuito di circa il 9% su base nazionale (-1% in Lombardia).

<sup>31</sup> Per "ammontare investito" si intende l'ammontare facente riferimento sia al primo investimento che ai successivi investimenti effettuati.

**Grafico 44 – Distribuzione geografica del numero di investimenti e del loro ammontare (2013)**


Fonte: Elaborazioni KPMG su dati AIFI 2013

La Lombardia, nonostante la diminuzione rilevabile nel 2014, si è sempre attestata al primo posto su base italiana rispetto alle altre Regioni sia per numero di operazioni (104 nel 2013, 32% di incidenza sul numero di operazioni registrate a livello nazionale) sia per ammontare investito (circa 1,5 miliardi nel 2013, 45% di incidenza sul totale investito a livello nazionale).

Da una prima considerazione generale emerge un allineamento sostanziale della suddivisione dei finanziamenti per fase di sviluppo dell'impresa concessi a livello nazionale e regionale: la maggior parte dei finanziamenti viene infatti concessa per le operazioni di *expansion* (per la Lombardia esse costituiscono il 42% del totale, mentre su base nazionale tali operazioni costituiscono il 39% del totale) e di *start up* (per la Lombardia esse costituiscono il 26% delle operazioni totali effettuate, mentre su base nazionale la percentuale scende al 29,5%); le operazioni meno finanziate sono quelle di *turnaround* e *replacement*.

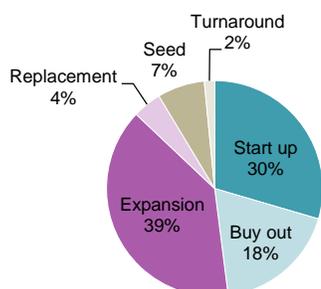
L'ammontare di investimento medio per operazione in Lombardia si attesta al di sopra del valore nazionale (14,7 milioni di euro per le operazioni di *Private Equity* su base regionale, contro i 10,5 milioni di euro nazionali). Disaggregando il dato si ottiene che le operazioni che in media annoverano investimenti dall'ammontare più cospicuo sono le operazioni di *buy-out* sia su base nazionale (circa 35 milioni di euro per operazione) che regionale (circa 40 milioni di euro per operazione). Viceversa, le operazioni con l'investimento medio più basso sono quelle di *turnaround* sia su base nazionale che su base regionale.

**Tabella 14 – Dettaglio investimenti Lombardia e Italia nel 2013 (Private Equity)**

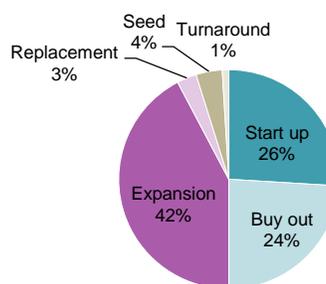
Dettaglio Investimenti (2013)		
€/Mln		
	Numero Operazioni	Ammontare Investito (€ mgl)
<b>Italia</b>	<b>325</b>	<b>3.422.808</b>
Start up	96	240.857
Buy out	60	2.107.549
Expansion	127	814.323
Replacement	14	240.439
Seed	23	18.320
Turnaround	5	1.320
<b>Investimento medio in Italia (€)</b>		<b>10.532</b>
<b>Lombardia</b>	<b>104</b>	<b>1.526.661</b>
Start up	27	12.279
Buy out	25	1.009.828
Expansion	44	279.019
Replacement	3	223.739
Seed	4	1.796
Turnaround	1	-
<b>Investimento medio in Lombardia (€)</b>		<b>14.679</b>

Fonte: Elaborazioni KPMG su dati AIFI 2013

**Grafico 45 – Dettaglio investimenti Italia 2013 (%) Grafico 46 – Dettaglio investimenti Lombardia 2013 (%)**



Fonte: Elaborazioni su dati AIFI 2013



Fonte: Elaborazioni su dati AIFI 2013

Rispetto al più generale mercato del capitale di rischio, si è proceduto ad effettuare una riclassificazione degli investimenti *Early Stage* comprendendo in tale fascia sia gli investimenti *Seed Capital*<sup>32</sup> che gli investimenti in fase di *Start up* da parte di *Venture Capitalists* e *Business Angels*.

Analizzando la distribuzione geografica di tale tipologia di investimenti e ampliando la rilevazione a livello nazionale (cfr. *supra*), si evidenzia come la Lombardia catalizzi su di sé la maggior parte

<sup>32</sup> Definito come “il finanziamento utilizzato da un imprenditore per l'avvio di un progetto imprenditoriale, compresi l'analisi di mercato, lo sviluppo dell'idea imprenditoriale, di nuovi prodotti e servizi, a monte della fase d'avvio dell'impresa stessa (cosiddetto start-up)” cfr. Legge 11 novembre 2011, n. 180, “Norme per la tutela della libertà d'impresa. Statuto delle imprese”, art. 5.

degli investimenti (37% del mercato) in *Early Stage*, distanziandosi in modo considerevole dalla seconda Regione per investimenti (la Toscana, con l'11%)<sup>33</sup>.

**Grafico 47 - Distribuzione geografica dei principali investimenti in Early Stage (%)**



Fonte: Elaborazioni su Rapporto Osservatorio Venture Capital Monitor 2013

Nota: L'analisi esclude gli investimenti non riconducibili a una specifica Regione

Analizzando inoltre la distribuzione settoriale degli investimenti (considerando sempre sia il *Venture Capital* che i *Business Angels*) si evidenzia come tra i cinque settori maggiormente sostenuti il principale sia quello dell'*Information and Communication Technology* (ICT), confermando una tendenza già esistente dal 2011, seguito dai settori del terziario avanzato e dei beni industriali.

**Tabella 15 – Distribuzione settoriale degli investimenti in Early Stage (%)**

Primi 5 settori per investimento in fase di Early Stage (2012)	
ICT	48%
Terziario avanzato	8%
Beni Industriali	8%
Hi Tech / Clean Tech	7%
Farmaceutico	7%

Fonte: Elaborazioni su Rapporto Osservatorio Venture Capital Monitor 2013

### 1.5.4 I possibili canali alternativi per gli investimenti in capitale di rischio

L'evoluzione degli strumenti finanziari a disposizione delle imprese, l'ampliamento dei prodotti e dei canali offerti dall'ingegneria finanziaria, e congiuntamente la necessità di fare fronte con tempi

<sup>33</sup> "Early Stage in Italia – Rapporto 2013" con il patrocinio di AIFI e IBAN – Italian Business Angels Network Association.

brevi e modalità semplificate alle necessità di ricorso al capitale di rischio in un contesto di contrazione delle erogazioni alle imprese da parte delle banche hanno contribuito alla creazione e ad una prima diffusione di canali di finanziamento alternativi da parte dell'industria finanziaria.

Oltre ai precedenti canali tradizionalmente utilizzati per effettuare investimenti in capitale di rischio (investimenti da parte di *Venture Capitalists*, Società di *Private Equity*, *Business Angels*, ecc.), le imprese, e in particolar modo le PMI e le *start up*, si stanno infatti gradualmente avvicinando a canali di *funding* alternativi che si sviluppano parallelamente sia a livello nazionale che a livello europeo.

In tale contesto si stanno affermando alcuni canali di investimento, tra i quali l'*Alternative Investment Market* e l'*equity crowdfunding*, che ovviamente non rappresentano le uniche alternative all'investimento in capitale di rischio, ma quelle più concretamente percorribili per le imprese.

Tali strumenti risentono delle tipicità e delle caratteristiche strutturali del sistema produttivo italiano (e lombardo) per quanto concerne la capacità di attingervi, oltre che delle specificità derivanti dalla normativa specifica e dalla fase di sviluppo (*start up*) di tali canali che, per la loro carica innovativa, ne limitano l'impatto iniziale.

Nel presente approfondimento sono analizzate le caratteristiche di tali canali e il loro dimensionamento attuale per consentire, successivamente, in fase di analisi dei *gap*, la quantificazione delle possibilità di eventuale maggiore ricorso agli stessi.

### **1.5.5 Il mercato dell'*Alternative Investment Market* di Borsa Italiana**

Alcune società particolarmente dinamiche, ben organizzate strutturalmente e già dotate di positivi riscontri dal mercato e dagli investitori, che abbiano di solito superato la fase di *start up* e necessitino di nuovo capitale per finanziare la propria crescita, possono decidere di procedere alla quotazione sul mercato. I principali obiettivi perseguibili mediante la quotazione sono:

- a) finanziare la crescita e lo sviluppo;
- b) riequilibrare la struttura finanziaria;
- c) monetizzare l'investimento dell'imprenditore;
- d) utilizzare le azioni come moneta per eventuali future acquisizioni e alleanze strategiche.

Nonostante gli evidenti benefici, la decisione di quotarsi comporta anche l'assunzione di gravose responsabilità e impegni gestionali, che, congiuntamente all'esistenza di requisiti necessari in termini di prospettive di crescita, sviluppo dimensionale e redditività, limitano il ricorso alla quotazione delle imprese italiane (e in particolare delle PMI). Borsa Italiana negli ultimi anni ha istituito due mercati espressamente dedicati alla quotazione finalizzata alla raccolta di capitali delle PMI italiane.

Il Mercato Alternativo dei Capitali è un sistema che permette lo scambio organizzato dei titoli azionari delle società. È nato nel 2007 ed è riservato ai soli investitori professionali. Il fine è quello di garantire modalità di accesso più agili rispetto ai mercati regolamentati, con un *iter* complessivo che dovrebbe concludersi in circa 6 settimane.

Anche AIM Italia è un sistema che permette lo scambio organizzato dei titoli azionari delle società. Fu costituito nel 2012 dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC<sup>34</sup> con l'obiettivo di facilitare la quotazione delle PMI. Il mercato non prevede nessun limite né minimo né massimo di capitalizzazione (dimensione) delle imprese e la principale particolarità è costituita dalla presenza di un intermediario denominato "*nominated advisor*", che accompagna la società durante la fase di ammissione e per tutto il periodo di permanenza nel mercato.

In merito all'AIM, si rileva che, ad oggi<sup>35</sup>, esso quota 58 imprese per una capitalizzazione pari a circa 2,3 miliardi di euro. In termini di *performance* storica, si evidenzia che dal lancio nel 2012 ad oggi<sup>36</sup> il mercato ha registrato un CAGR del 79% in termini di capitalizzazione, mentre si è registrato un CAGR del 61% nel numero di imprese quotate.

AIM Italia nasce sulla scorta dell'esperienza dell'AIM inglese, sezione appositamente creata per le PMI nel 1995 del *London Stock Exchange* ("LSE") anche in virtù della fusione, avvenuta nel 2007, tra Borsa Italiana e lo stesso LSE che ha dato vita al *London Stock Exchange Group*. Comparando i due mercati alternativi di capitale, si rileva come l'AIM inglese presenti un numero di imprese sicuramente maggiore rispetto a quelle quotate nell'AIM italiano (1.088 imprese, di cui un quinto internazionali, mentre le rimanenti 871 hanno sede in Gran Bretagna)<sup>37</sup> ed una capitalizzazione di mercato pari a circa 72 miliardi di sterline. Negli ultimi 3 anni (2012-2015), l'AIM inglese ha incrementato la propria capitalizzazione di mercato di circa il 16%, mentre il numero di imprese locali quotate ha visto un calo del 5% (da 918 a 871).

In termini assoluti il numero di PMI risulta elevato in entrambi i Paesi<sup>38</sup>, nonostante l'Italia presenti più del doppio delle PMI del Regno Unito (3,6 milioni vs 1,7 milioni, 17% vs 8% del totale registrato a livello europeo). Tuttavia risulta importante rilevare come il tessuto imprenditoriale italiano sia in gran parte caratterizzato dalla presenza di un'alta incidenza delle ditte individuali rispetto al totale delle imprese.

È rilevabile come dunque in generale l'ammontare di imprese quotate nei rispettivi mercati alternativi rappresenti comunque un'esigua frazione del totale delle PMI presenti nei rispettivi Paesi, nonostante l'AIM inglese risulti più avanzato rispetto a quello italiano.

In merito ai requisiti di entrambi i segmenti dell'AIM, si rileva come essi siano in tutto simili a dimostrazione del fatto che il modello italiano sia stato mutuato in gran parte su quello precedente del LSE. Requisito fondamentale per quotarsi e accedere all'AIM è la presenza continua del cd *Nomad (Nominated Advisor)*<sup>39</sup>, sia nella fase di pre-ammissione che in quella di post-ammissione. Inoltre è richiesto che la PMI che si voglia quotare abbia una soglia minima di azioni sul mercato in termini di flottante pari almeno al 10% (suddiviso tra almeno 5 investitori professionali o 10 investitori di cui 2 professionali) e che, in fase di ammissione all'AIM, la società predisponga il

---

<sup>34</sup> Dalle statistiche l'accorpamento risulta essere effettivo da Gennaio 2013.

<sup>35</sup> Dati al 27.02.2015.

<sup>36</sup> Dati al 27.02.2015.

<sup>37</sup> Dati al 27.02.2015.

<sup>38</sup> Annual Report on European SMEs 2013/2014.

<sup>39</sup> Si tratta del consulente che accompagna la società durante la fase di ammissione e per tutta la permanenza sul mercato.

documento di ammissione, che riporta le informazioni utili per gli investitori relative all'attività della società, al *management*, agli azionisti e ai dati economico-finanziari. Non si prevede in merito alcun requisito specifico in termini di dimensione minima o massima della società relativamente a capitalizzazione, *corporate governance* o condizioni economico-finanziarie specifiche.

Una volta quotata, la società non è obbligata né a presentare i resoconti trimestrali di gestione, ma solo il bilancio e la relazione semestrale, né a pubblicare altra documentazione per effettuare aumenti di capitale successivi.

### 1.5.6 L'equity crowdfunding

Il canale del crowdfunding sembra al momento avere ampie prospettive di sviluppo a seguito del grande successo mediatico che ha registrato negli ultimi anni e in esito dell'avvio della consultazione sul tema promossa dalla Commissione europea nel corso del 2013<sup>40</sup>.

**Grafico 48 - Le principali ragioni per utilizzare il crowdfunding per gli operatori del settore web - (possibili risposte multiple)**



Fonte: elaborazioni su dati Commissione Europea

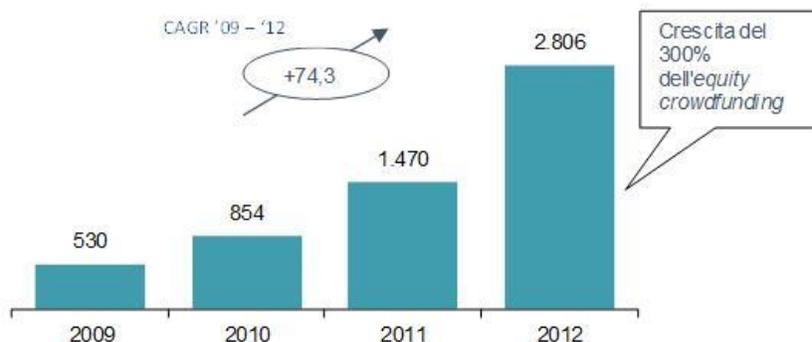
Il termine *Crowdfunding* indica il processo tramite il quale più soggetti ("crowd" dall'inglese "folla") conferiscono somme di denaro (*funding*), anche e specialmente di modesta entità, allo scopo di finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere (es. eventi) utilizzando siti *internet* (cd "Piattaforma" o "portale").

È possibile distinguere vari modelli di *Crowdfunding* a seconda del rapporto che si instaura tra il soggetto beneficiario e l'investitore, e quindi della "ricompensa" associata all'investimento effettuato, i principali dei quali sono clusterizzabili in: *lending crowdfunding*, *reward crowdfunding*, *donation crowdfunding* ed *equity crowdfunding*. Negli ultimi anni tale canale ha visto una crescita esponenziale dei volumi investiti a livello globale (CAGR 2009 – 2012: ~ +75%) considerando

<sup>40</sup> La consultazione pubblica sul *crowdfunding* è stata avviata dalla Commissione Europea ad ottobre 2013 e si è conclusa a dicembre dello stesso anno. Tale consultazione ha avuto lo scopo di promuovere una ricognizione delle possibili modalità di supporto alla diffusione del canale del *crowdfunding* in Europa.

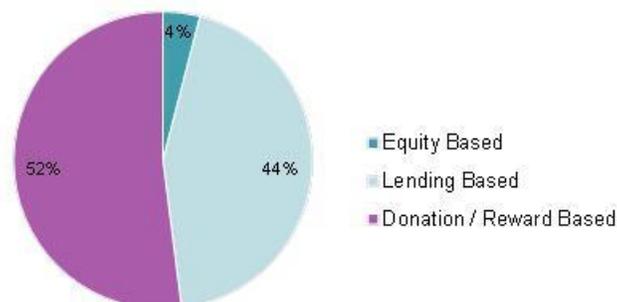
tutte le tipologie di cui sopra e le Piattaforme ibride<sup>41</sup> con una crescita maggiore registrata per la tipologia dell'*equity crowdfunding* (+300% nel periodo considerato).

**Grafico 49 - Volumi del finanziato dal Crowdfunding a livello globale (\$/mln, 2009 – 2012)**



Fonte: elaborazioni su dati Crowdsourcing.org

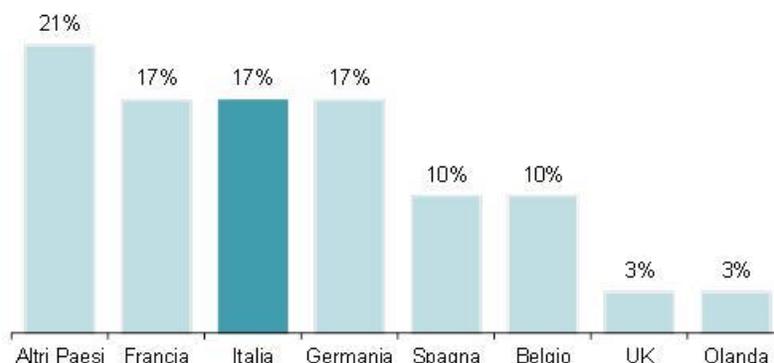
**Grafico 50 - Percentuale di Fondi veicolati tramite Piattaforma di Crowdfunding per tipologia (2012)**



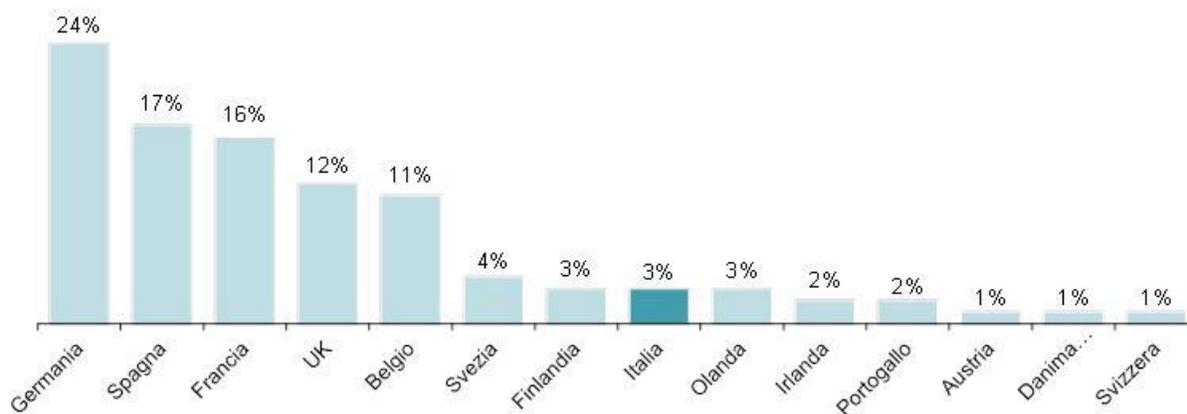
Fonte: elaborazioni su dati Massolution

Sebbene l'Italia si attesti in linea con Paesi europei più sviluppati nel settore in termini di percentuale di Piattaforme focalizzate sul *web* (es. Francia), il mercato italiano del *crowdfunding* risulta ancora "sotto-dimensionato", anche a seguito di interventi regolamentari che hanno "limitato" l'utilizzo di alcune tipologie di *Crowdfunding* tramite l'introduzione di alcuni vincoli normativi (es. soglie limite di investimento stabilite per l'*equity crowdfunding* cfr. *infra*), come dimostrato dalla percentuale di progetti realmente finanziati in Italia tramite *crowdfunding* (3% nel 2013).

<sup>41</sup> Le c.d. "Piattaforme Ibride" presentano al loro interno la concomitanza di più di una tipologia di *crowdfunding* (es. *lending* e *equity crowdfunding* combinati).

**Grafico 51 - Percentuale di Piattaforme focalizzate sul settore web per Paese (2013)**

Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea

**Grafico 52 - Percentuale di progetti finanziati mediante crowdfunding per Paese UE (2013)**

Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea

Il canale del *Crowdfunding* ha registrato un'ampia diffusione sia in ambito europeo che in ambito extra-europeo. In Italia sono ad oggi complessivamente attive 22 piattaforme di *Crowdfunding* (10% del totale europeo)<sup>42</sup>, tuttavia nessuna riesce ancora a posizionarsi tra le piattaforme "Top 5" attive a livello europeo (*DeRev.com* è l'unica Piattaforma italiana presente nelle "Top 15", al 12° posto). Si presentano di seguito le Piattaforme "Top 5" per attrazione di capitali europei a beneficio di imprese europee, classificate per ammontare raccolto.

<sup>42</sup> L'incidenza globale (considerando tutte le tipologie di *crowdfunding*) dell'Italia sul totale europeo risulta pari ad un valore di circa il 10%, a seguito del mancato sviluppo del canale del *lending crowdfunding*, ad oggi sostanzialmente inesistente in Italia con solo due Piattaforme attive (*Prestiamoci* e *Smartika*), esclusivamente nel segmento dei prestiti "peer-to-peer" (da privato a privato).

Figura 6 - Le principali Piattaforme di Crowdfunding a livello europeo (2014)<sup>43</sup>

#	Piattaforma	Paese	Tipologia
1	Crowdcube	■ Gran Bretagna 	■ Equity based Crowdfunding
2	Funding Circle	■ Gran Bretagna 	■ Lending based Crowdfunding
3	Ourcrowd	■ Israele 	■ Equity based Crowdfunding
4	Ulule	■ Francia 	■ Equity based Crowdfunding
5	Foundedby.me	■ Svezia 	■ Reward based Crowdfunding ■ Equity based Crowdfunding

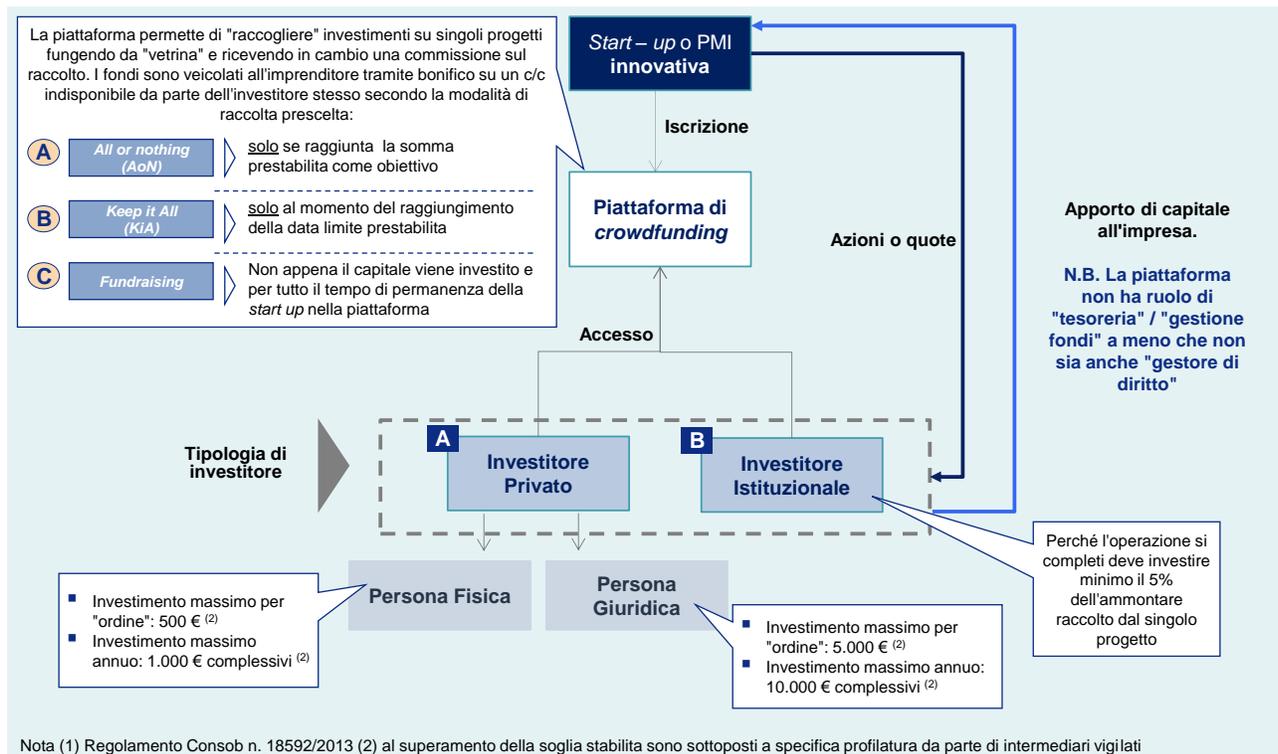
Fonte: elaborazioni su dati Crowdsourcing.org

Tra le varie tipologie sopra elencate, quella che risulta maggiormente adatta e facilmente applicabile al mondo delle *start up* risulta essere quella dell'*equity crowdfunding*. Tale tipologia, regolamentata in Italia, per la prima volta a livello europeo dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa ("CONSOB") nel 2013<sup>44</sup>, prevede che, tramite l'investimento *online*, l'investitore acquisti un titolo di partecipazione in una società *target* acquisendo i relativi diritti patrimoniali e amministrativi. In questo caso dunque la "ricompensa" per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa stessa. Si riepilogano di seguito gli elementi principali di regolamentazione del canale nel panorama italiano.

<sup>43</sup> Viene considerata "Piattaforma attiva a livello europeo" anche Ourcrowd (Israele) in quanto presenta un ammontare rilevante di operazioni su imprese aventi sedi in Paesi UE28.

<sup>44</sup> CONSOB, Delibera n. 18592 "Adozione del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start – up innovative tramite portali online ai sensi dell'articolo 50 – quinquies e dell'articolo 100 – ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998 e successive modificazioni".

Figura 7 - Il funzionamento del canale di equity crowdfunding in Italia



Fonte: elaborazioni su dati CONSOB

Da regolamento CONSOB, il canale dell'*equity crowdfunding* era prerogativa esclusiva delle *start-up innovative*<sup>45</sup>; tuttavia, recentemente il cd *Investment Compact*<sup>46</sup> ha aperto tale canale anche alle c.d. PMI ai sensi della Raccomandazione 2003/361/CE definite "innovative".

Si definiscono PMI innovative le imprese che abbiano i seguenti requisiti:

- a) residenza in Italia ai sensi dell'articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli Stati Membri dell'Unione europea, o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché con una sede produttiva o una filiale in Italia;
- b) certifica del bilancio da almeno tre esercizi;
- c) almeno due dei seguenti ulteriori requisiti:
  1. spese in ricerca e sviluppo uguali o superiori al 5 % del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa;
  2. impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore ad 1/3 della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università

<sup>45</sup> Cfr. paragrafo 1.5.6 (L'*equity crowdfunding*)

<sup>46</sup> DL n. 3 del 24/1/2015, "Disposizioni urgenti per il sistema bancario e gli investimenti".

italiana o straniera oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a 2/3 della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale;

3. titolare, depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a un'invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale, ovvero titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa.

Il canale dell'*equity crowdfunding* risulta al momento in crescita nel panorama italiano, ma ancora sostanzialmente sotto-sottodimensionato rispetto ai livelli raggiunti nei principali Paesi europei (in Europa risultano attive ed esclusivamente operanti nella tipologia *equity crowdfunding* circa 40 Piattaforme, con un'incidenza dell'Italia relativa al solo *equity* del 43% del totale UE). In particolare risultano ad oggi<sup>47</sup> registrate nell'apposito Registro dei gestori istituito dalla CONSOB, e risultano quindi autorizzate a prestare il servizio in Italia, 15 Piattaforme (di cui solo una, Unicaseed, iscritta nella Sezione Speciale<sup>48</sup>). Di queste, solo 5 risultano attive (Assitecacrowd, Startsup, Unicaseed, Crowdfundme<sup>49</sup> e SmartHUB) e solo 4 hanno un progetto finanziato all'attivo (su un totale di progetti presentati complessivamente pari a 15 e un *success rate* pari dunque al 27%). Delle 15 Piattaforme registrate, 8 hanno sede in Lombardia (53% del totale nazionale)<sup>50</sup>.

Secondo dati Massolution 2012, circa il 68% dei fondi corrisposti per progetti di *equity crowdfunding* è risultato superiore ai 50 mila euro. Tuttavia in Italia il valore medio di investimento per i 4 progetti finanziati risulta pari a 40 mila euro (valore complessivo dei 4 progetti: 160 mila euro)<sup>51</sup> evidenziando dunque un dimensionamento medio degli investimenti inferiore a quello evidenziabile a livello europeo.

---

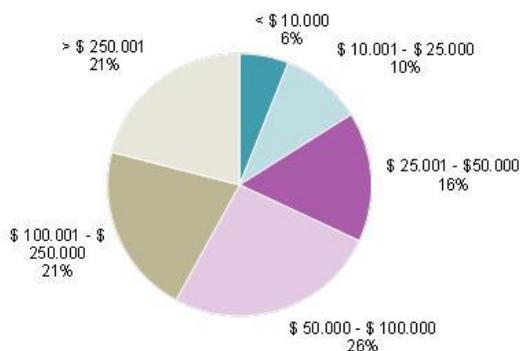
<sup>47</sup> Dati a marzo 2015.

<sup>48</sup> In tale Sezione speciale sono annotate le banche e le imprese di investimento autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento che hanno comunicato alla Consob, prima dell'avvio dell'operatività, lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale-

<sup>49</sup> Si rileva che la Piattaforma "Crowdfundme" è attiva dal 9 marzo 2015.

<sup>50</sup> Entrambe le Piattaforme attive nella tipologia *lending crowdfunding* hanno invece sede in Lombardia (100%).

<sup>51</sup> Daniela Castrataro e Ivana Pais, "Analisi delle Piattaforme Italiane di Crowdfunding. (Aggiornamento Semestrale -- Maggio 2014)", *Italian Crowdfunding Network*.

**Grafico 53 - Ripartizione dei fondi corrisposti per progetti di equity crowdfunding (2012)**

Fonte: elaborazioni su dati Massolution

## 1.6 Analisi e quantificazione dei gap dell'investimento nell'avvio di attività imprenditoriali e in capitale di rischio

In coerenza con la Metodologia BEI, il presente paragrafo analizza i *gap* di mercato discendenti dall'analisi svolta nei precedenti paragrafi e, di conseguenza, i fabbisogni di investimento che emergono da tale analisi.

La *gap analysis* ha infatti l'obiettivo di definire il fabbisogno di investimento non soddisfatto dall'intervento privato e che giustifica e motiva l'intervento pubblico, in particolare tramite strumenti finanziari, al fine di contribuire al raggiungimento degli obiettivi definiti nell'ambito del POR.

La *gap analysis* definisce i *gap* di mercato in riferimento a:

- la loro qualificazione tipologica, in relazione alla categoria e agli elementi che li determinano;
- la loro macroquantificazione, a livelli indicativi, al fine di correlare successivamente gli impatti potenziali dei singoli strumenti finanziari previsti (e il loro impatto cumulato) alla mitigazione del pertinente *gap* di mercato inizialmente identificato.

I *gap* sono suddivisi nelle due tipologie che seguono, in coerenza con la Metodologia BEI e in particolare con il relativo Volume I "General methodology covering all thematic objectives" (il "Volume I della Metodologia BEI"):

- fallimenti di mercato: sono definiti "fallimenti di mercato" aspetti non funzionanti del mercato privato in esame, che comportano un'allocazione inefficiente delle risorse e una sotto - produzione (o sovra - produzione). Più spesso si tratta di situazioni di assenza / carenza di intervento autonomo del mercato;
- condizioni di investimento subottimali: sono definite "condizioni di investimento subottimali" le situazioni di inefficienza in investimenti che vengono comunque realizzati.

Nel presente paragrafo l'assenza, carenza o inefficienza dell'investimento privato viene quindi spiegata funzionalizzando tale criticità al successivo intervento pubblico, in particolare tramite strumenti finanziari.

La *gap analysis* fornisce infatti anche il *framework* complessivo rispetto al quale sarà definita, nei capitoli successivi del documento, la Strategia di investimento di ciascuno strumento finanziario e sarà impostata la rilevazione quantitativa degli effetti di tali strumenti in termini di impatto e riduzione dei *gap* rilevati.

L'analisi dei *gap* attua pertanto la raccomandazione della Corte dei Conti dell'UE che, relativamente al periodo di programmazione 2007-2013, sottolineava che “*The mismatch between the demand and the supply of the different types of financial instruments for SMEs, called the financing gap, constitutes the rationale for public intervention in the market. To be effective in meeting the real needs in terms of SME finance, ERDF operations should be based on a sound assessment of the financing gap*”<sup>52</sup>.

Per ciascun *gap* identificato sono inoltre fornite stime preliminari del correlato fabbisogno di investimento. Tale quantificazione avviene tramite elaborazioni sui dati esaminati nel corso dell'analisi e sulla base della metodologia delle migliori prassi disponibili. Il paragrafo approfondisce quindi la macroquantificazione dei c.d. “*investment gaps*”, ovvero degli squilibri tra l'Offerta e la Domanda di investimento nel segmento di mercato oggetto del documento, l'avvio di attività imprenditoriali e l'investimento in capitale di rischio.

Per ciascun *gap* individuato sono quindi presentati:

- i dati e le informazioni di riferimento emergenti dall'esame dell'interrelazione degli elementi quantitativi e differenziali presentati nei precedenti paragrafi;
- le elaborazioni e le considerazioni che sono svolte a partire da tali dati e informazioni;
- la conseguente macroquantificazione dei *gap* di investimento in capitale di rischio e *start up* della Regione Lombardia. La macroquantificazione del valore assoluto dei *gap* si basa su simulazioni che sviluppano i dati analizzati in precedenza, e viene definita, di volta in volta, con dati che si avvalgano di *proxy* iniziali diverse, ed eventualmente anche con più metodologie, finalizzate anche ad un supporto di *back testing* delle stime effettuate, qualora applicabili.

La figura che segue sintetizza in forma grafica i *gap* di mercato individuati nel corso della “*gap analysis*”, evidenziando la tipologia di *gap* (I livello), la specificità (II livello) e la dimensione teorica rilevabile da stime preliminari. Tali stime e simulazioni sono fornite sia per il periodo dal 2015<sup>53</sup> alla chiusura della programmazione 2014-2020 (2023)<sup>54</sup>, ovvero il periodo durante il quale potranno essere attuati gli strumenti finanziari che la Regione Lombardia prevede per tale programmazione, sia su base annua (qualora possibile).

Al riguardo, si sottolinea che la determinazione dei *gap*, rilevando appunto le carenze del mercato, identifica stime di fabbisogni di finanziamento addizionali rispetto all'offerta esistente, ovvero già assicurata dal normale funzionamento del mercato stesso.

---

<sup>52</sup> Corte dei Conti dell'UE, Rapporto speciale n. 2/2012, “*Financial Instruments for SMEs co-financed by the European Regional Development Fund*”.

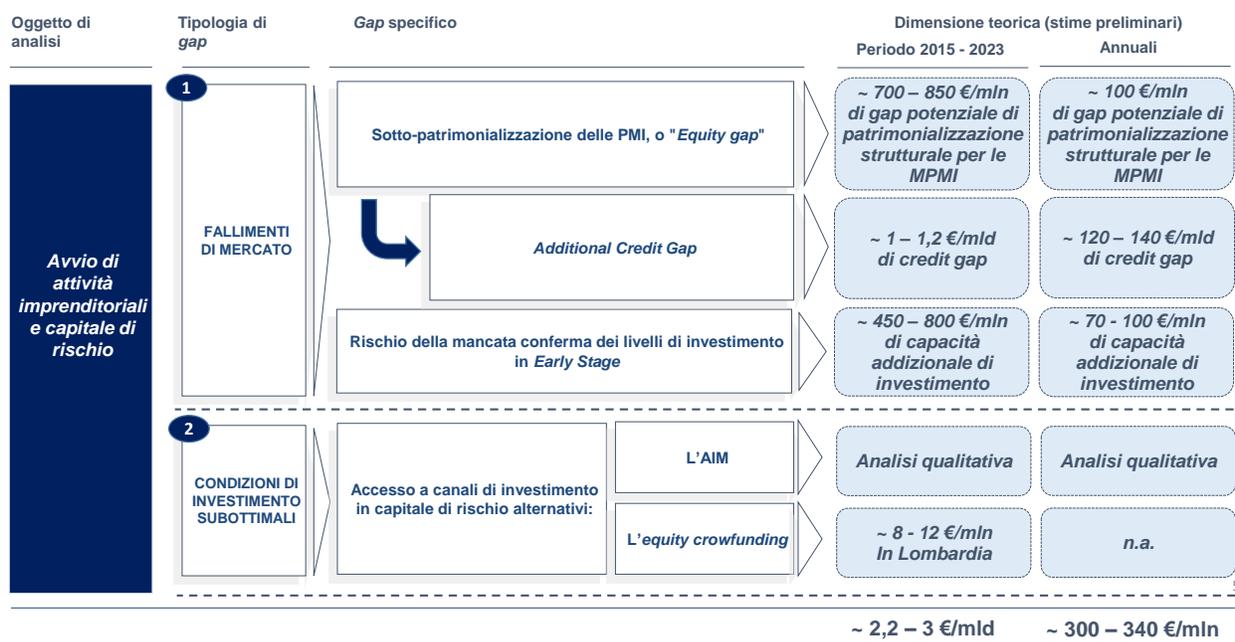
<sup>53</sup> A partire dal 30/06/2015.

<sup>54</sup> Termine ultimo di ammissibilità della spesa ex Art. 65, Reg. (UE) n. 1303/2013.

È opportuno precisare che al fine di verificare l'esistenza di una situazione di fallimento di mercato e/o di investimenti subottimali e quantificare i gap di mercato sono previsti diversi approcci metodologici. Ad esempio, accanto agli strumenti di analisi qui utilizzati, sarebbe stato possibile ricorrere ad indagini finalizzate a "testare il mercato", attraverso interviste a testimoni privilegiati e consultazioni "dirette" presso i potenziali destinatari degli strumenti finanziari.

Tuttavia, poiché gli strumenti finanziari che Regione Lombardia intende implementare si pongono parzialmente in continuità, in termini di target, con le misure già implementate in passato, si è ritenuto di poter desumere dall'analisi di tali interventi gli elementi utili per verificare l'esistenza di un gap e quindi di non integrare esplicitamente la metodologia presentata nel presente capitolo con strumenti di market test. Difatti, da un lato l'ampiezza del numero di domande ricevute in passato per strumenti analoghi è già un elemento in grado di saggiare l'esistenza di un bisogno espresso e non soddisfatto dal mercato, dall'altro le criticità degli strumenti evidenziate dalle analisi sono state prese in considerazione nella definizione delle caratteristiche dei nuovi strumenti finanziari (si veda il capitolo 4 del presente documento).

**Figura 8 - Gap di mercato individuati nel corso della "gap analysis"**



**Il primo gap di mercato** individuato nella presente analisi rientra tra i fallimenti di mercato, ed è la sottopatrimonializzazione delle PMI, l'equity gap.

L'analisi strutturale dei livelli di patrimonializzazione delle PMI in Lombardia evidenzia una sottocapitalizzazione strutturale, delle imprese di piccole dimensioni, sia in termini assoluti che di incidenza relativa dei livelli patrimoniali rispetto alle risorse complessive disponibili (somma di capitale di debito e capitale di rischio). Questa sottocapitalizzazione e le difficoltà di accesso ai finanziamenti bancari - e quindi di sostegno agli investimenti che ne conseguono - non permettono

alle imprese lombarde, che riescono a passare dalla fase di *seed* alla fase di *start up*, di crescere e consolidarsi ulteriormente arrivando a competere a livello nazionale ed europeo. In quest'ottica, favorire lo sviluppo sia produttivo che competitivo all'estero delle imprese basate in Lombardia, e in particolare delle imprese ancora in fase di *start up* o nelle fasi immediatamente successive, grazie a investimenti in capitale di rischio che rafforzino la struttura patrimoniale dell'impresa permettendo loro di accedere a nuovi mercati, sembra essere indispensabile per favorire una maggiore e spesso più tempestiva crescita del fatturato e delle dimensioni delle nuove imprese stesse e per rafforzare il tessuto imprenditoriale regionale soprattutto in termini di dimensione media. A ciò si aggiunge che tali imprese "neo - nate", in virtù del loro carattere generalmente innovativo a livello di prodotti e / o di processi, possono spesso trovare nell'apertura ai nuovi mercati le risorse e il *know - how* che permettono loro un'ulteriore crescita / sviluppo (anche in termini di nuovi prodotti per rafforzare il proprio *core business* o diversificarlo); ciò si può ripercuotere positivamente anche sul generale livello di innovatività del territorio lombardo favorendo la nascita di nuove imprese e / o il rafforzarsi del sistema degli investitori in capitale di rischio presenti a livello regionale.

Le evidenze rilevate in merito ai livelli di patrimonializzazione appaiono complessivamente coerenti, in termini di elementi di possibili criticità finanziarie, al contesto complessivo che si delinea anche a livello europeo, evidenziando inoltre gli elementi di ulteriore debolezza regionali individuati per alcune zone, tra cui l'Italia, anche attraverso analisi *bottom - up* condotte a livello europeo<sup>55</sup>.

In particolare, i livelli medi di patrimonializzazione delle imprese in Lombardia si attestano sostanzialmente ai livelli medi nazionali, evidenziando però, implicitamente, una sottocapitalizzazione delle micro e piccole imprese potenzialmente superiore rispetto ai livelli nazionali, perché la media complessiva della Lombardia tiene in considerazione, tra le grandi imprese, le società di rilevanza nazionale che hanno sede in Lombardia. È poi da considerare che i livelli di incidenza dei mezzi propri rispetto al complesso della patrimonializzazione sono decrescenti, a livello regionale, al variare della dimensione di impresa<sup>56</sup>, concentrando la ridotta disponibilità di mezzi propri sulle piccole imprese. La scarsa disponibilità di mezzi propri per le piccole imprese è desumibile dalla combinazione della ridotta incidenza del livello di patrimonializzazione sulla disponibilità complessiva di risorse e dalla consapevolezza, rilevata in altre analisi sul sistema del credito (nazionale e regionale), che tale indicatore si accompagna anche con un progressivo decremento dei valori assoluti delle risorse disponibili in termini di capitale di debito, dato il *credit crunch* focalizzato sulle piccole imprese.

Le ragioni di questa strutturale carenza risiedono sia nella struttura del sistema produttivo nazionale e regionale, ampiamente trattato nelle precedenti analisi, che nella difficoltà, riscontrata sia nell'analisi dei dati delle PMI che nelle analisi da parte degli investitori professionali in capitale di rischio<sup>57</sup>, derivante dal fatto che i *round* di investimento successivi ai primi, e soprattutto quelli i cui importi complessivi superano la soglia di 1 €/mln, sono meno presidiati da parte degli investitori

---

<sup>55</sup> EIF – *European Small Business Finance Outlook*, Dicembre 2013.

<sup>56</sup> Osservatorio Economie Regionali Banca d'Italia.

<sup>57</sup> Elaborazioni su dati AIFI 2013 e 2014 e confronto con operatori di settore.

privati e presentano maggiori difficoltà di accesso da parte delle imprese, riverberandosi quindi sulla conferma del sottodimensionamento patrimoniale e conseguentemente produttivo. In tale contesto complessivo e date le analisi precedentemente svolte è coerente ipotizzare, dati i parametri finanziari attuali, che tale *equity gap* si manifesti in misura maggiore sulle *start up* e che sia di difficile rilevazione diretta nell'ambito dell'analisi complessiva della struttura finanziaria, perché il ricorso molto limitato all'indebitamento in fase iniziale di impresa mostra un grado di patrimonializzazione relativamente "elevato" (solo in termini comparativi, *ndr*) potenzialmente fuorviante.

Le misurazioni dell'*equity gap* dovuto alla sottopatrimonializzazione delle imprese hanno avuto nel recente passato una forte attenzione a livello internazionale, sviluppando diversi filoni metodologici, su cui comunque la dottrina e la prassi professionale hanno concordato nell'individuare sostanzialmente tali misurazioni come "linee di tendenza" volte a rilevare la presenza o meno di tale *gap* e il suo incremento o contrazione, considerando tali filoni di analisi come meramente indicativi a livello preliminare in termini valoriali assoluti<sup>58</sup>.

In particolare sono state individuate, tramite approcci empirici, tre tipologie di indagini applicabili: (i) una prima tipologia che combina evidenze quantitative con una focalizzazione qualitativa tramite l'analisi dei flussi e della distribuzione degli investimenti in *Private Equity* al fine di determinare principalmente le caratteristiche (es. fase di vita dell'impresa) dell'eventuale *equity gap* locale; (ii) una seconda metodologia relativa principalmente a indagini di confronto diretto con gli operatori dell'offerta di capitale di rischio (*Business Angels*, *Venture Capitalists*, Incubatori e acceleratori, ecc); (iii) una terza tipologia, che rappresenta quella maggiormente interessante e attinente all'analisi del presente documento, relativa ad un approccio principalmente quantitativo, che tende a collegare l'*equity gap* alla struttura del sistema finanziario e ai suoi elementi fondanti a livello locale, consentendo anche la possibilità di una diversificazione, a livello regionale, dell'approccio, con analisi empiriche sia sul lato della domanda di *equity* che sul bilanciamento complessivo della struttura finanziaria del tessuto imprenditoriale.

Le prime due tipologie di analisi tendono poi ad essere progressivamente utilizzate esclusivamente a fini di eventuale controllo, delle stime, anche negli approcci di rilevazione sistemica, perché incorporano il rischio che, utilizzando gli operatori di *Venture Capital* come strumento di indagine, l'*equity gap* venga rilevato in maniera maggiore laddove tali operatori sono presenti in misura più rilevante. Questo effetto rappresenta una possibile distorsione della stima, legato esclusivamente a una possibile migliore capacità di indagine e non all'effettiva dimensione dell'*equity gap*; in ragione quindi dell'assoluta polarizzazione sulla Lombardia degli operatori del capitale di rischio, tali approcci sono da considerarsi potenzialmente distorsivi e conseguentemente sconsigliabili.

È da rilevare inoltre che alcune indagini di raffronto internazionale hanno individuato a livello macroeconomico l'esistenza di differenze regionali nell'ambito di confronti tra Paesi UE,

---

<sup>58</sup> *Bridging the equity gap*, 2008; Eurada, "All money is not the same", 2011, EIF - European Small Business Finance Outlook, Dicembre 2013.

confermando l'impatto della struttura finanziaria dei sistemi locali delle PMI sull'*equity gap*, che può comunque essere osservato, in termini di presenza, in maniera diffusa<sup>59</sup>.

Muovendo da tali premesse l'esercizio svolto nel presente paragrafo, coerente con l'impostazione del presente documento e le metodologie diffuse a livello di dottrina e prassi nel contesto UE, fa riferimento ad un'analisi empirica parametrica inquadrabile nell'ultima categoria di quelle descritte in precedenza, che, attraverso una riflessione sulle variabili del sistema finanziario nazionale, e poi regionale, punta a individuare un *range* dimensionale dell'*equity gap* in Lombardia, contestualizzando le stime in base ai *trend* nazionali e applicando dei correttivi per stimare il fenomeno a livello regionale.

Il *gap* di patrimonializzazione delle PMI in Lombardia è rilevabile, già in termini di dati aggregati con particolare riferimento alle imprese delle classi dimensionali minori, come precedentemente esposto, a livello di struttura finanziaria complessiva delle imprese.

A partire dal rapporto medio di  $E / (D + E)$  delle PMI, pari a circa il 29% (cfr. punto 1 della figura 9), derivando il correlato rapporto  $E / D$  (cfr. punto 2 della figura 9), a fronte delle consistenze creditizie complessive erogate alle PMI lombarde<sup>60</sup> (cfr. punto 3 della figura 9), è desumibile uno *stock* di *equity* per le PMI lombarde di ca. 13-15 €/mld (cfr. punto 4 della figura 9). È possibile stimare inoltre che ca. il 20% di tale *stock*, ovvero 2,5-3 €/mld, siano potenzialmente concentrati sulla quota di micro e piccole imprese sottocapitalizzate.

Il **gap di patrimonializzazione** è stimato in termini percentuali in un ordine di ca. il 10%<sup>61</sup> del rapporto  $E / (D + E)$ , quale differenza tra il rapporto  $E / (D + E)$  considerato quale valore *target* di *leverage* per le micro e piccole imprese (cfr. punto 5 della figura 9) e il rapporto  $E / (D + E)$  delle micro e piccole imprese lombarde sottocapitalizzate (cfr. punto 6 della figura 9). Tale *gap* si manifesta con picchi significativamente superiori per le Regioni del Sud, e con un potenziale incremento prospettico sulla recente evoluzione di tali parametri. Tale stima include già una forte riflessione sulla crescita di tale *gap* intercorsa in epoca recente, per cui i risultati negativi del periodo congiunturale hanno determinato un effetto implicito di erosione della patrimonializzazione delle PMI; in particolare, metodologie legate ad approcci di indagine quantitativi e campionari stimavano, ante crisi finanziaria<sup>62</sup>, in un intorno del 5% del rapporto  $E / (D + E)$  con prospettive, stimate allora, crescenti. A partire dal *gap* di patrimonializzazione calcolato in termini di rapporto  $E / (D + E)$  (cfr. punto 7 della figura 9), è possibile derivare il correlato rapporto  $E / D$  (cfr. punto 8 della figura 9).

Tali considerazioni applicate alle specificità e alla dimensione delle variabili relative alla Regione Lombardia (cfr. punto 9 della figura 9) determinano un *gap* potenziale di patrimonializzazione strutturale, per la fascia di imprese in questione, compreso in un **range preliminare tra ca. 700 e 850 €/mIn** in termini di valore assoluto per il periodo 2015-2023 che, volendo esprimere un valore, del tutto esemplificativo in termini "annui", può essere proporzionalizzato in maniera costante in

---

<sup>59</sup> *Resourcing SME, 2010; "SME access to external finance"*, UK 2011.

<sup>60</sup> Ca. 34 €/mld secondo l'Osservatorio delle Economie Regionali di Banca d'Italia.

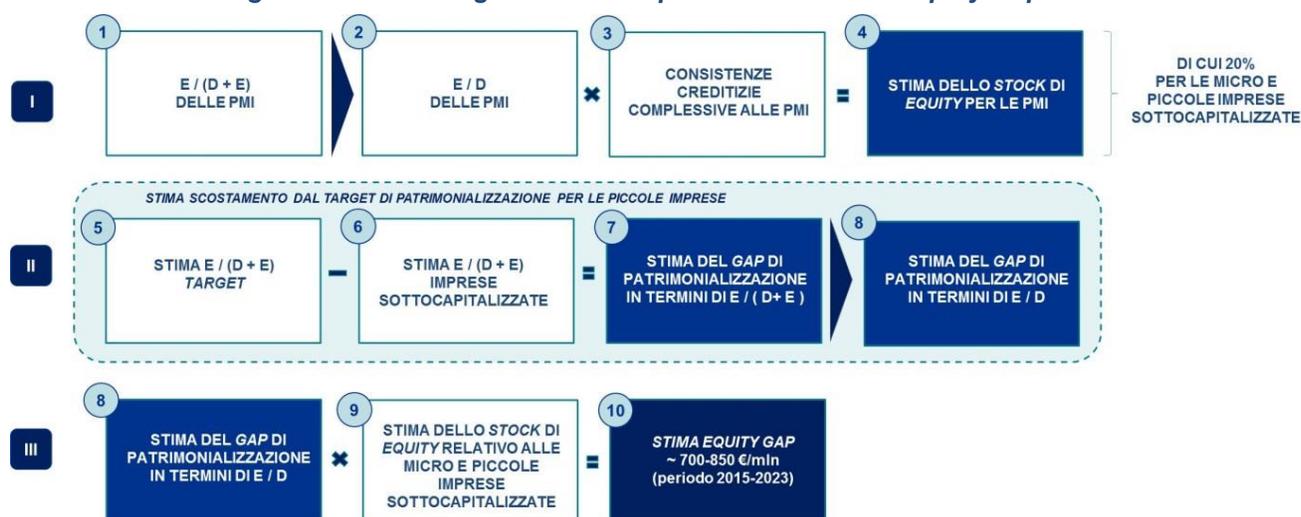
<sup>61</sup> Elaborazioni su dati e indagini DVR Capital, "La struttura finanziaria delle PMI".

<sup>62</sup> "Il fabbisogno di capitale di rischio delle Pmi innovative in Italia: primi risultati di un'analisi empirica", 2007.

ca. 100 €/mln; ovviamente tale proporzionalizzazione non assume un valore sostanziale essendo tale *gap* già oggi integralmente rilevabile.

Una risposta a tale *gap* consentirebbe, oltre al riscontro rispetto alla carenza di patrimonio primaria, anche effetti benefici indiretti potenziali, legati al riequilibrio delle criticità collegate a tale *gap* primario, sia in relazione al rapporto di leva finanziaria e alla potenziale riapertura o incremento dei canali creditizi consolidati (sistema bancario) che con riferimento a un possibile decremento dell'incidenza complessiva degli oneri finanziari rispetto ai livelli di fatturato e marginalità, dovuto alla possibile percezione, da parte degli intermediari finanziari, di un minore rischio di credito in esito a percorsi di incremento della dimensione patrimoniale.

Figura 9 – Metodologia di stima e quantificazione dell'Equity Gap



Il secondo *gap* di mercato individuato nella presente analisi rientra tra i fallimenti di mercato ed è il c.d. **Additional Credit gap**, ovvero il credito non attivato a causa della situazione di sottopatrimonializzazione strutturale delle imprese.

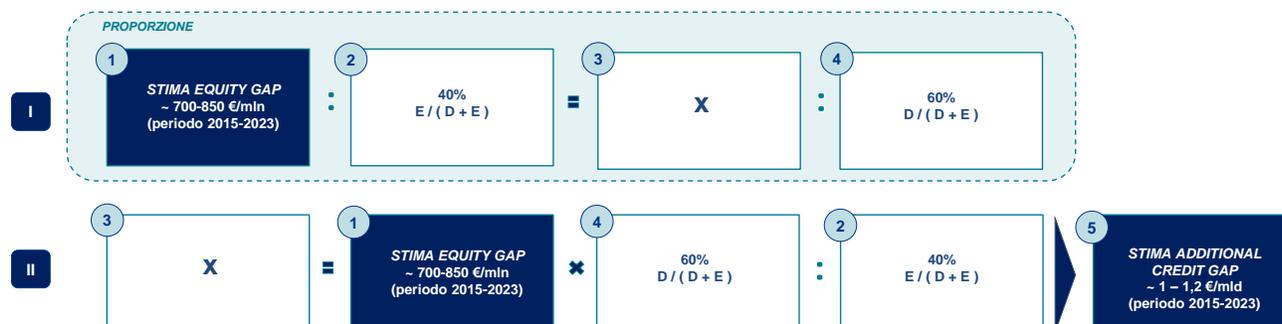
Come indicato al paragrafo 1.4, le imprese di micro e piccole dimensioni, e in particolare quelle in fase di avvio, hanno un grado sostanzialmente più alto di patrimonializzazione rispetto a quanto si rileva per le PMI già avviate, che è tuttavia principalmente riconducibile al limitato accesso al credito bancario, e quindi del denominatore dell'indicatore, più che a un elevato *stock* di mezzi propri. Nel caso di tali imprese, infatti, la struttura finanziaria rileva un'incidenza maggiore dei mezzi propri sulla *capital structure* complessivamente considerata rispetto a quanto rilevabile per le PMI (40% vs 29%).

Sulla base delle stime a supporto del dimensionamento dell'*Equity gap* (cfr. punto 1 della figura 10), nell'ipotesi di copertura totale di tale *gap*, tramite la proporzione tra l'incidenza dei mezzi propri sulla struttura finanziaria delle imprese in fase di avvio (cfr. punto 2 della figura 10) e l'incidenza del capitale di debito (cfr. punto 4 della figura 10) è quindi possibile stimare preliminarmente l'*Additional Credit gap*, ovvero il volume addizionale massimo di credito bancario

teoricamente attivabile in caso di superamento dell'*Equity gap*, in un **range preliminare tra ca. 1 e 1,2 €/mld per il periodo 2015-2023** che, volendo esprimere un valore del tutto esemplificativo in termini "annui", può essere proporzionalizzato in ca. 120 – 140 €/mIn.

Si segnala, tuttavia, che parte di tale credito addizionale potrebbe essere attivato dalle imprese di piccole dimensioni, anche una volta superata la fase di avvio; come precedentemente indicato, infatti, la Legge n. 180/2011 definisce "*nuove imprese*" le imprese che hanno meno di cinque anni di attività.

**Figura 10 – Metodologia di stima e quantificazione del Credit gap**



Il terzo fallimento di mercato individuabile in Lombardia è il **rischio della mancata conferma dei livelli di investimento in *Early Stage***. La Lombardia si è confermata stabilmente, anche nel 2014, al vertice del posizionamento in Italia sia in termini di strutture e investimenti in *Private Equity* che complessivamente in termini di ecosistema per le imprese in fase di *start up*, avendo sul proprio territorio una percentuale di circa un terzo delle strutture a vario titolo operanti nel settore dell'investimento professionale in capitale di rischio (*Business Angels*, Fondi di *Private Equity*, acceleratori e Incubatori di impresa, *network* e altri agenti di stimolo alla creazione di impresa).

Pur risentendo di una leggera flessione in termini assoluti e di una leggera riduzione dei ritmi di crescita, allineandosi al *trend* nazionale (anche se con discontinuità meno significative), il volume di attività del *Private Equity* in Regione appare sostanzialmente stabile, ma non con una prospettiva di crescita in grado di seguire e accompagnare la crescita del PIL e del numero di imprese attive, soprattutto in una prospettiva di eventuale riattivazione del ciclo economico nel 2015.

In tale contesto un *gap*, legato alla ridotta capacità degli operatori privati di supportare la crescita delle imprese ai livelli raggiunti negli anni scorsi, o addirittura ai livelli "*top*" europei (e quindi con un incremento può essere ricondotto sia al crescente profilo di rischio degli investimenti, dovuto ai fattori congiunturali, che a alla possibile conseguente contrazione delle prospettive di *fund raising* da parte degli investitori).

In termini assoluti il rischio della mancata conferma dei livelli di investimento in *Early Stage* è stimabile con un approccio *bottom - up*, simulando il differenziale di investimento, soprattutto relativo alle prime fasi con il maggior livello di rischio (*Seed, Early Stage / start up*) rispetto ai volumi di investimento consolidati nel tempo a livello regionale.

A tale riguardo possiamo considerare che la Lombardia veicola annualmente oltre un miliardo di euro di investimenti in capitale di rischio da operatori professionali di *Private Equity*, avendo raggiunto il livello di 1,5 miliardi in epoca recente.

Considerando che, a livello nazionale, l'ammontare degli investimenti in capitale di rischio da parte degli operatori di *Private Equity* per le sole fasi di *Start up* e *Seed* è stato di circa l'8% (cfr. punto 1 della Figura 11) e che, su base regionale, gli investimenti in fase iniziale in termini di *mix* si sono invece posizionati al di sotto del 2% del livello complessivo, (cfr. punto 2 della Figura 11), è quindi ipotizzabile che il mercato abbia le capacità, se opportunamente supportato, di sviluppare una capacità addizionale di investimento in *start up* e *seed* fino ad un limite superiore relativo a tale differenziale (cfr. punto 3 della Figura 11). Tale capacità addizionale di investimento, se applicata al volume annuo degli investimenti in capitale di rischio da parte di operatori professionali di *Private Equity* in Lombardia (cfr. punto 4 della Figura 11), permette di stimare preliminarmente il rischio della mancata conferma dei livelli di investimento in *Early Stage* in un ordine di grandezza **tra i 70 e i 100 €/mln annui e tra i 450 e gli 800 €/mln per il periodo 2015-2023.**

Figura 11 – Metodologia di stima e quantificazione del gap correlato al rischio della mancata conferma dei livelli di investimento in *Early Stage*



Con riguardo alle “condizioni di investimento subottimali” nel settore dell'investimento in *start up* e capitale di rischio nella Regione Lombardia, ovvero, come indicato, situazioni di inefficienza in investimenti che vengono comunque realizzati, si rileva a proposito un generale *gap* di accesso a canali di investimento in capitale di rischio alternativi, con particolare riferimento a AIM e *equity crowdfunding*<sup>63</sup>.

Data la fase “embrionale” o comunque iniziale di sviluppo di questi due canali alternativi e innovativi per l'investimento in capitale di rischio, è oggettivamente complesso effettuare una valutazione ad oggi sul livello di crescita prospettica potenziale di tali canali e quindi, implicitamente, sulla presenza o meno di *gap* di crescita degli stessi e sulle relative cause.

<sup>63</sup> Cf.r paragrafo 1.5 (Analisi dei canali di finanziamento delle imprese in fase di avvio).

In via preliminare però può essere rilevato, anche tramite i confronti internazionali proposti nel corso dell'analisi, un generale sottodimensionamento di tali mercati che, anche in ragione delle recenti esperienze e tassi di crescita misurati, sia in Italia che all'estero, possono esprimere potenzialmente nel futuro tassi di sviluppo almeno a due cifre percentuali.

Analizzando tale prospettiva si possono effettuare delle considerazioni distinte per canale: (i) l'AIM presenta dei requisiti sostanziali di accesso, in termini dimensionali, che in molti casi esulano dal perimetro effettivo delle PMI, sia nazionali che regionali lombarde; (ii) il *crowdfunding* non è ancora diffuso in Italia e si accompagna anche ad una difficoltà legata genericamente alla capacità di spesa e investimento tramite canali *on line* che richiede per l'investitore italiano, in molti casi, tempi di adattamento culturale e sociale più lunghi rispetto ad altri Paesi europei, come diffusamente dimostrato dalle analisi sul mercato dell'*e-commerce* in epoca recente.

Date queste condizioni soggettive è quindi ascrivibile, per ora, il sottodimensionamento di tali canali, a condizioni soggettive della struttura produttiva ed economica italiana, e conseguentemente lombarda, per cui una parte di tale contesto è stimabile essere legato a condizioni di investimento subottimali.

La stima della quantificazione dei *gap* collegati ai canali di investimento in capitale di rischio alternativi deve essere sviluppata, come precedentemente anticipato, con riguardo alle condizioni soggettive di tali canali non avendo ancora elementi di *benchmarking* esterno ad oggi comparabili con la situazione di partenza italiana sia in termini di struttura di tali canali e di offerta che di imprese potenzialmente *in scope*.

Queste considerazioni valgono ancora di più per la crescita dell'AIM e la prospettiva di determinazione di quanta di questa crescita, non realizzata, possa essere ricondotta ad inefficienze di mercato (*cf.* condizioni di investimento subottimali), perché i prerequisiti di accesso sono assolutamente soggettivi per le imprese e considerando l'attuale capitalizzazione media delle imprese che hanno accesso a tale mercato (ca. 40 €/mln) non appare, in astratto, direttamente applicabile ai segmenti di impresa analizzati, se non, appunto, scendendo su un livello di analisi individualizzato che non è oggetto del presente documento; pertanto, per ora, la ricognizione resterà a livello qualitativo.

Il *Crowdfunding* invece, sia per dimensione che per disponibilità di dati di confronto a livello internazionale e per assenza sostanziale di requisiti di accesso, se non quelli formali legati alla tipologia di impresa (*start up* innovativa e PMI innovativa) si presta ad essere analizzato dal punto di vista quantitativo. Infatti, considerando la dimensione attuale del mercato dell'*equity crowdfunding* in Italia (*cf.* punto 1 della Figura 12) e applicando (i) un tasso di sviluppo di tale mercato coerente con il contesto internazionale (*cf.* punto 2 della Figura 12); (ii) il tasso medio di pubblicazione delle proposte di investimento (5-10%) (*cf.* punto 3 della Figura 12) e (iii) il tasso medio di finanziamento delle stesse (30-40%) (*cf.* punto 4 della Figura 12) coerenti con una fase successiva a quella di *start up* anche culturale in cui siamo oggi, si rileva una dimensione potenziale, ancorché contenuta, di ca. 15-25 €/mln per l'*equity crowdfunding* in Italia nel breve / medio periodo (*cf.* punto 5 della Figura 12), di cui, una parte potrà essere realizzata solo se adeguatamente supportata da percorsi di sostegno del settore pubblico, in ottica di coinvestimento come rilevato nei confronti internazionali. Se si considera anche il credito attivabile da tale canale in considerazione del maggior grado di patrimonializzazione raggiungibile (*cf.* punto 6 della

Figura 12), è possibile considerare una dimensione potenziale complessiva del *gap* intorno ai **20 – 30 €/mln su base nazionale** (cfr. punto 7 della Figura 12). In particolare, effettuando una stima che tenga in considerazione i *trend* registrati in Lombardia in merito agli investimenti in *Venture Capital* e in *Private Equity*, la sede legale delle *start up* innovative che si sono ad oggi rivolte alle Piattaforme e la distribuzione geografica delle Piattaforme di *equity crowdfunding* attive sul territorio nazionale (cfr. punto 8 della Figura 12), è possibile ipotizzare la dimensione potenziale del *gap* relativa al solo territorio lombardo nell'ordine degli **8 – 12 €/mln** (~ 40% del *gap* nazionale) nel breve / medio periodo.

Si rileva come, essendo il canale dell'*equity crowdfunding* in una fase di “boom” del proprio sviluppo, in accordo con quanto rilevato dai principali istituti di ricerca in merito alla difficoltà di sviluppare previsioni puntuali sulla sua evoluzione, tale *gap* sia stato ritenuto non dimensionabile su base annua.

**Figura 12 – Metodologia di stima e quantificazione del potenziale inespresso di accesso al mercato dell'*equity crowdfunding***<sup>64</sup>



<sup>64</sup> La quantificazione non include il dimensionamento del *gap* relativo all'AIM, oggetto di analisi qualitativa.

## 2. VALORE AGGIUNTO DELLO STRUMENTO FINANZIARIO

La strategia del POR FESR Lombardia 2014-2020 è articolata in più Assi e Priorità di intervento, per rispondere all'obiettivo di crescita e coesione economica e sociale nella Regione. Gli interventi previsti in più Assi e Priorità del POR contribuiscono inoltre al superamento dei fallimenti di mercato e delle condizioni di investimento subottimali precedentemente rilevate.

Nell'ambito dell'Asse prioritario III *"Promuovere la competitività delle piccole e medie imprese"* del POR è infatti inclusa, tra le altre, la Priorità 3a, volta a promuovere l'imprenditorialità, in particolare facilitando lo sfruttamento economico di nuove idee e promuovendo la creazione di nuove imprese, anche attraverso incubatori, che include l'Azione III.3.a.1.1 - *"Interventi di supporto alla nascita di nuove imprese sia attraverso incentivi diretti, sia attraverso l'offerta di servizi, sia attraverso interventi di micro-finanza"*.

Al fine di dare attuazione all'Azione indicata, l'Autorità di Gestione del POR FESR Lombardia 2014-2020 ("Autorità di Gestione", o "AdG") intende istituire, tra le altre iniziative previste, uno strumento finanziario denominato *"Linea Start e Re Start"*, volto a favorire e stimolare l'imprenditorialità lombarda, con riferimento sia alla nascita e allo sviluppo di nuovi soggetti imprenditoriali (imprese, aspiranti imprenditori e liberi professionisti) che al rilancio di imprese esistenti, al fine di ridurre il tasso di mortalità e accrescere le opportunità per l'affermazione delle nuove imprese sul mercato.

Tale strumento, in coerenza con la Metodologia BEI, sarà descritto nel dettaglio al successivo capitolo 5 (Strategia di Investimento).

Il presente capitolo è invece dedicato all'attuazione di quanto previsto dall'Art. 37 del Reg. (UE) 1303/2013, lett. b), ovvero *"una valutazione del valore aggiunto degli strumenti finanziari che si ritiene saranno sostenuti dai fondi SIE, della coerenza con altre forme di intervento pubblico che si rivolgono allo stesso mercato, delle possibili implicazioni in materia di aiuti di Stato, della proporzionalità dell'intervento previsto e delle misure intese a contenere al minimo la distorsione del mercato"*. Le analisi quantitative, di seguito descritte, si basano su ipotesi coerenti con le prime simulazioni sul funzionamento dello strumento finanziario *"Linea Start e Re Start"*, riportate in dettaglio nel capitolo 3 (Risorse pubbliche e private addizionali) che segue, con l'obiettivo di fornire stime delle risorse attivabili grazie a tale strumento finanziario.

### 2.1 Valore aggiunto dello Strumento Finanziario

Per lo strumento finanziario in esame, in coerenza con la Metodologia BEI, il presente paragrafo individua e analizza il **valore aggiunto (VA)** che può fornire rispetto ad altre modalità di intervento, con particolare riferimento a sovvenzioni a fondo perduto, **esaminandone la dimensione quantitativa (QnVA)** e la **dimensione qualitativa (QIVA)**.

Relativamente alla dimensione quantitativa del valore aggiunto, vengono esaminati:

- **l'effetto leva** dello strumento calcolato, coerentemente con la definizione della Metodologia BEI, come il rapporto tra l'investimento complessivo generato grazie anche a risorse finanziarie addizionali rispetto alla quota del contributo UE al POR allocata allo

strumento finanziario e tale contributo UE (cd “effetto leva nominale”). La Metodologia BEI considera risorse addizionali anche il co-finanziamento nazionale e regionale del POR, oltre ad altri contributi, quali co-finanziamenti bancari o di altri operatori privati o pubblici, e considera solo il primo ciclo di investimento. Il valore aggiunto è maggiore se l'effetto leva è maggiore, in quanto grazie al contributo del POR è possibile attrarre maggiori risorse aggiuntive<sup>65</sup>;

- **l'effetto revolving/rotazione** dello strumento, ovvero il beneficio derivante dalla possibilità di reimpiego delle risorse derivanti dai rimborsi dei destinatari (o dal disimpegno delle controgaranzie fornite) a favore di altri destinatari. Il valore aggiunto è maggiore se l'effetto *revolving* è maggiore, in quanto un maggior numero di destinatari potrà beneficiare delle agevolazioni grazie al reimpiego dei rimborsi;
- **l'intensità di aiuto** dello strumento, ovvero il rapporto tra l'aiuto che lo strumento fornisce ai destinatari (agevolazione concessa) e l'investimento complessivo che i destinatari realizzano.

Tali risultati sono combinati con la valutazione qualitativa del Valore Aggiunto, che prende in esame aspetti difficilmente quantificabili, al fine di determinare il valore aggiunto complessivo degli strumenti finanziari in esame.

### 2.1.1 Linea Start e Re Start

La stima del QnVA della Linea *Start e Re Start* si basa sulle seguenti ipotesi preliminari, in linea con la struttura prevista per lo strumento finanziario “Linea *Start e Re Start*”<sup>66</sup>:

1. sono state raffrontate l'opzione di uno strumento combinato a valere su risorse POR e l'opzione del solo contributo a fondo perduto;
2. è stata ipotizzata una dotazione iniziale pari a 30 €/mln (la “Quota POR”), che include sia la quota a valere sul FESR, che il cofinanziamento nazionale e regionale. In merito, si precisa che:
  - a. dato che il tasso di cofinanziamento dell'UE al POR FESR Lombardia è pari al 50%, il contributo UE del POR risulta di pari importo rispetto alla somma del cofinanziamento nazionale e regionale (in proporzione 1:1);
  - b. applicando tale tasso di cofinanziamento alla dotazione della “Linea *Start e Re Start*”, risulta un contributo FESR, al netto del cofinanziamento nazionale e regionale (cd “Quota FESR”) di 15 €/mln e una conseguente quota di cofinanziamento nazionale e regionale (la “Quota Italia”) di altri 15 €/mln;
3. lo strumento finanziario si caratterizza come uno strumento combinato<sup>67</sup> che copre il 100% dell'investimento ammesso, attraverso un finanziamento agevolato (ipotizzato nel 90%

---

<sup>65</sup> L'eventuale contributo del destinatario finale all'investimento ammesso non viene preso in considerazione nell'effetto leva ma contribuisce all'analisi della dimensione quantitativa del valore aggiunto.

<sup>66</sup> Cfr. Capitolo 3 (Risorse pubbliche e private addizionali) e Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

<sup>67</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

della somma concessa a ciascun destinatario) e un contributo sotto forma di sovvenzione a fondo perduto (ipotizzato nel 10% della somma concessa a ciascun destinatario);

4. sono state ipotizzate le seguenti caratteristiche:
  - a. durata massima degli investimenti di 18 mesi;
  - b. durata del finanziamento agevolato tra i 3 e i 7 anni (si ipotizza una durata media del prestito di 5 anni, cui si aggiungono due anni di preammortamento);
  - c. importo medio di 65 €/mgl<sup>68</sup>;
  - d. tasso di interesse 0<sup>69</sup>.
5. quale ipotesi preliminare, si stima che la parte della Quota POR impiegata per la concessione dei finanziamenti alle imprese ammonti a ~27 €/mln e la parte della Quota POR impiegata per la concessione dei contributi a fondo perduto ammonti a ~3 €/mln.

### **2.1.1.1 Analisi e stima quantitativa del valore aggiunto**

La stima del QnVA è stata determinata procedendo per step successivi, esaminando dapprima il QnVA nominale dell'opzione contributo a fondo perduto e dell'opzione finanziamento agevolato senza prendere in considerazione né l'effetto *revolving* né l'intensità di aiuto, ovvero considerando il solo effetto leva nominale.

Il QnVA nominale, o effetto leva nominale, della quota UE risulta pari a 2 sia nel caso dell'opzione a fondo perduto, che nel caso del finanziamento agevolato.

**Tabella 16 – Stima del QnVA nominale (Effetto leva nominale)**

QnVA nominale (Effetto leva nominale)		Fondo perduto	Finanziamento agevolato
a	Dotazione iniziale totale (€/000)	30.000	30.000
b	Quota POR (€/000)	30.000	30.000
c=a	Investimenti generati grazie alla dotazione iniziale (€/000)	30.000	30.000
d=b*50%	Quota FESR (€/000)	15.000	15.000
<b>e= c/d</b>	<b>QnVA nominale (Effetto leva nominale)</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>

Successivamente è stato analizzato l'effetto *revolving* nella stima del QnVA, ovvero il valore aggiunto derivante dalla possibilità di reimpiego dei rimborsi allo strumento finanziario per altri finanziamenti ai destinatari<sup>70</sup>. Ai fini del calcolo dell'effetto *revolving* si considera che:

<sup>68</sup> Si tratta di un ammontare medio inferiore allo strumento finanziario simile attuato dalla Regione Lombardia nel 2007-2013, il Fondo FRIM *Start up e Re start* (Cfr. Capitolo 4 "Insegnamenti tratti da strumenti analoghi"), che ha assegnato in media 85,1 €/mgl a ciascuna domanda ammessa e finanziata. Tale ipotesi tiene conto della previsione di un limite massimo di prestito concedibile dalla Linea *Start up e Re start* ai liberi professionisti di 50.000 euro, inferiore rispetto al limite massimo previsto per le imprese (100.000 euro).

<sup>69</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

<sup>70</sup> Cfr. Capitolo 3 (Risorse pubbliche e private addizionali).

1. l'avviso per la selezione dei destinatari sia pubblicato nel 2015, ma i prestiti a valere sulla dotazione iniziale della Linea vengano concessi per il 60% nel 2016 e per il 40% nel 2017;
2. gli impegni dello strumento finanziario vengano effettuati dal II semestre 2015 fino al dicembre 2022, mentre le erogazioni fino al dicembre 2023. Adottando un approccio prudentiale si considera che i rimborsi dei prestiti ricevuti da parte dei destinatari finali allo SF intercorsi nell'anno  $t$  vengano investiti nuovamente l'anno successivo ( $t+1$ ). Dato che il prestito ha interesse nullo, nella presente ipotesi i rimborsi consistono in rate di rimborso di capitale;
3. quale ipotesi prudentiale, si ipotizza inoltre che le erogazioni avvengano per *tranches*: 20% del finanziamento agevolato, nonché il contributo a fondo perduto nell'anno di concessione del finanziamento; 40% del finanziamento agevolato l'anno successivo e il saldo del 40% nel secondo anno dalla concessione;
4. sempre a fini prudentiali, si tiene conto di un tasso di incidenza prospettico delle sofferenze sugli impieghi del 7,8%<sup>71</sup>. Tale tasso permette una stima preliminare della quota di prestiti che potrebbe non essere rimborsata dai destinatari allo strumento finanziario.

Il QnVA della quota UE, considerando anche l'effetto *revolving*, risulta pari a 2 nel caso dell'opzione a fondo perduto e a 2,46 nel caso della Linea *Start e Re Start*, tenendo conto anche dell'ipotesi che parte dei prestiti potrebbero non essere rimborsati (cd sofferenze).

**Tabella 17 – Stima del QnVA con effetto revolving**

QnVA con effetto revolving		Fondo perduto	Finanziamento agevolato
<i>a</i>	Dotazione iniziale totale (€/000)	30.000	30.000
<i>b</i>	Quota POR (€/000)	30.000	30.000
<i>c=a</i>	Investimenti generati grazie alla dotazione iniziale (€/000)	30.000	30.000
<i>d=b*50%</i>	Quota FESR (€/000)	15.000	15.000
<i>e= c/d</i>	QnVA nominale (Effetto leva nominale)	2,00	2,00
<i>f</i>	Investimenti generati grazie all'effetto revolving (€/000)	-	6.864
<i>g=c+f</i>	Totale investimenti generati (€/000)	30.000	36.864
<b>h=g/d</b>	<b>QnVA con effetto revolving</b>	<b>2,0</b>	<b>2,46</b>

Come indicato, un'altra dimensione del valore aggiunto esamina quante risorse aggiuntive l'intervento può generare grazie all'aiuto pubblico, o intensità di aiuto.

Nel caso dell'opzione a fondo perduto, l'intensità di aiuto è il 100%, dato che tale opzione non genera risorse aggiuntive. Nel caso della Linea *Start e Re Start*, l'intensità di aiuto è misurabile quale:

- valore attualizzato della differenza tra il tasso di interesse agevolato previsto per la Linea *Start e Re Start* e il tasso di interesse di mercato, più
- valore del contributo a fondo perduto previsto a favore dei destinatari.

<sup>71</sup> Fonte: Banca d'Italia.

Tali agevolazioni sono considerate in termini di Equivalente Sovvenzione Lordo (“ESL”).

Il QnVA della quota UE, basato sull'ESL, risulta quindi pari a 1 nel caso dell'opzione a fondo perduto e a 2,68 nel caso del finanziamento agevolato (senza considerare la rotazione dello strumento finanziario, pari a 3,30 considerando l'effetto *revolving*).

**Tabella 18 – Stima del QnVA basato sull'ESL**

QnVA basato sull'ESL		Fondo perduto	Finanziamento agevolato
<i>a</i>	Dotazione iniziale totale (€/000)	30.000	30.000
<i>b</i>	Quota POR (€/000)	30.000	30.000
<i>c=a</i>	Investimenti generati grazie alla dotazione iniziale (€/000)	30.000	30.000
<i>d=b*50%</i>	Quota FESR (€/000)	15.000	15.000
<i>e= c/d</i>	QnVA nominale (Effetto leva nominale)	2,0	2,0
<i>f</i>	Investimenti generati grazie all'effetto <i>revolving</i> (€/000)	-	6.864
<i>g=c+f</i>	Totale investimenti generati (€/000)	30.000	36.864
<i>h=g/d</i>	QnVA con effetto <i>revolving</i>	2,0	2,46
<i>i</i>	Intensità di aiuto	100%	30,3%
<i>j</i>	ESL (€/000)	30.000	11.185
<b>k = c/j</b>	<b>QnVA basato sull'ESL senza effetto <i>revolving</i></b>	<b>1,0</b>	<b>2,68</b>
<b>l = g/j</b>	<b>QnVA basato sull'ESL con effetto <i>revolving</i></b>	<b>1,0</b>	<b>3,30</b>

### **2.1.1.2 Analisi e stima qualitativa del valore aggiunto**

Al fine di prendere in esame aspetti difficilmente quantificabili dell'intervento tramite strumento finanziario, per determinare il valore aggiunto complessivo dello strumento in esame viene presa in considerazione anche la dimensione qualitativa del valore aggiunto (QIVA) dello strumento medesimo, anche in questo caso in comparazione con gli interventi a fondo perduto, esaminando alcuni elementi qualitativi di seguito brevemente rappresentati.

Un primo elemento qualitativo preso in esame è la **continuità** della Linea *Start e Re Start* con il Fondo *Frim Start up e Re Start*, nell'ottica di confermare le buone prassi e le caratteristiche apprezzate di tale Strumento. Ad esempio, anche la Linea *Start e Re Start* prevede il sostegno sia alla nascita di nuove imprese sia al rilancio delle attività esistenti e prevede destinatari in parte analoghi al Fondo *Frim Start up e Re Start*. Inoltre, la Linea *Start e Re Start* combina sia finanziamenti agevolati che contributi a fondo perduto e servizi di affiancamento in fase attuativa, come il Fondo *Frim Start up e Re Start*<sup>72</sup>. Più in generale, la Linea *Start e Re Start* costituisce un'evoluzione dell'ampia esperienza di Regione Lombardia nella progettazione e attuazione di strumenti finanziari a sostegno dell'avvio di impresa.

La Linea *Start e Re Start* incorpora **insegnamenti tratti dall'esperienza realizzata** ad esempio con il Fondo *Frim Start up e Re Start*. Sono ammessi alla Linea *Start e Re Start* anche i liberi professionisti, precedentemente esclusi, al fine di fornire un sostegno più ampio alle PMI lombarde. Inoltre, si prevedono modalità di istruttoria e criteri di valutazione meno rigidi rispetto al

<sup>72</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

Fondo Frim *Start up e Re Start*, in coerenza con la finalità del POR di ampliamento del sistema produttivo lombardo e del numero di imprese nuove o riavviate e con la DGR n. X/3130 del 6/02/2015 “Stato di avanzamento Programma *Start up e Re Start* (DGR 648 del 6/9/2013) e nuovo Programma regionale a favore dello *start up d’impresa*”<sup>73</sup>.

Un ulteriore elemento distintivo del valore aggiunto dello strumento finanziario da un punto di vista qualitativo riguarda la **maggiore responsabilizzazione dei destinatari finali** nella realizzazione di progetti al contempo innovativi ed economicamente e finanziariamente sostenibili. Lo strumento finanziario, infatti, garantisce per sua natura la selezione di imprese che devono essere in grado di rimborsare l’agevolazione ricevuta, quindi con un livello di probabilità di buon esito dell’investimento generalmente maggiore rispetto a interventi a fondo perduto. La rotatività dello strumento comporta l’effetto indiretto di incoraggiare l’efficienza dei destinatari finali, che sono spinti a migliorare la propria capacità di *budgeting*, realizzazione e competitività e attenzione ai processi di monitoraggio intermedi (*Cfr.* rendicontazione, analisi degli scostamenti), elementi assenti nel caso di un’agevolazione erogata come sovvenzione a fondo perduto.

Infine, un ultimo elemento qualitativo riguarda la **sostenibilità nel medio-lungo periodo dello strumento finanziario**. La generale scarsità di risorse è un elemento di potenziale spinta, anche per l’investitore pubblico, alla necessità di stimolare l’affrancamento dalla cultura del fondo perduto nei destinatari di fondi pubblici, diffondendo, laddove applicabile, la rotatività delle risorse e quindi la possibilità di reimpiegare i fondi per investimenti futuri, anche oltre il termine del periodo di programmazione. L’impiego diffuso in molte Regioni di modalità di intervento di tipologia rotativa supporta infatti l’attivazione di interventi di medio-lungo periodo e su scale valoriali maggiori rispetto a quanto sarebbe possibile in caso di sovvenzioni a fondo perduto, in ragione della minore leva implicita delle sovvenzioni a fondo perduto.

**Tabella 19 – Analisi e stima qualitativa del valore aggiunto**

QIVA		
Elementi qualitativi	Fondo perduto	Finanziamento agevolato
Continuità	1	1
Apprendimento dall’esperienza	1	1
Responsabilizzazione dei destinatari finali		1
Sostenibilità nel medio-lungo periodo		1
<b>Totale</b>	<b>2</b>	<b>4</b>

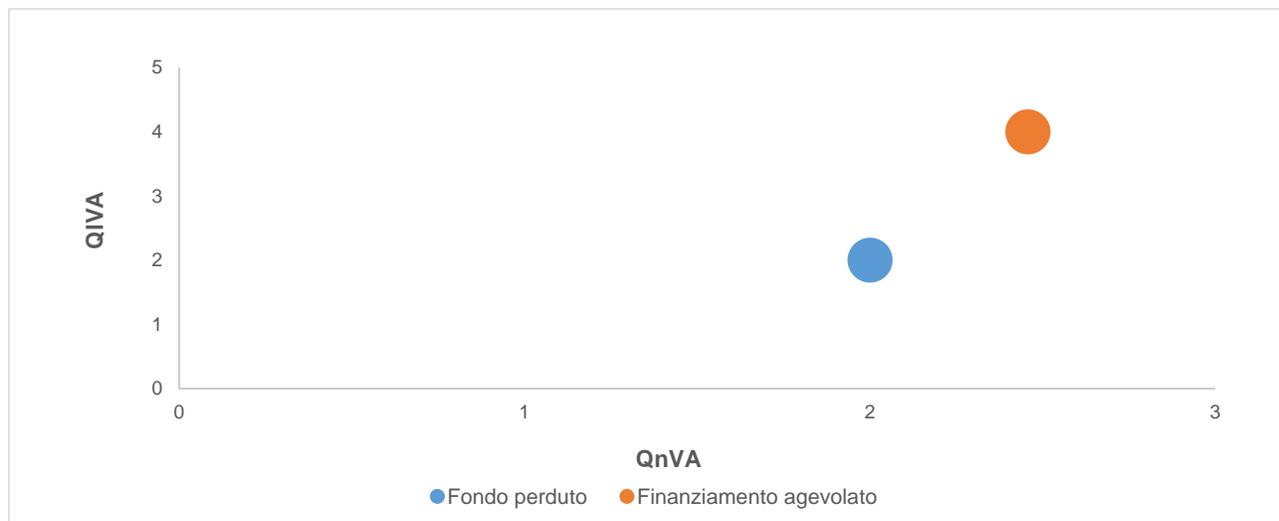
### **2.1.1.3. Valore aggiunto complessivo**

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte, di seguito viene proposta un’analisi combinata della dimensione quantitativa e qualitativa del valore aggiunto, dimensioni che concorrono a determinare il valore aggiunto complessivo. Il **valore aggiunto complessivo (VAc)** della “Linea *Start e Re Start*”, paragonato ad un’agevolazione erogata a fondo perduto, può essere rappresentato quale il punto di incontro tra i correlati valori del QnVA e del QIVA rappresentati rispettivamente sull’asse X e sull’asse Y del grafico che segue. Nell’esempio considerato la

<sup>73</sup> *Cfr.* Capitolo 4 (Insegnamenti tratti da strumenti analoghi).

comparazione evidenzia la preferibilità dello strumento finanziario rispetto alla sovvenzione tradizionale sia da un punto di vista quantitativo che qualitativo.

**Grafico 54 – Analisi e stima del valore aggiunto complessivo**



## 2.2 Coerenza con altre forme di intervento pubblico

Il presente paragrafo è dedicato all'esame della coerenza e complementarietà degli strumenti finanziari previsti da Regione Lombardia con gli altri interventi pubblici a livello locale/regionale, nazionale e comunitario<sup>74</sup> attivi per il periodo 2014-2020 anche in Lombardia, comparabili con gli strumenti finanziari previsti da Regione Lombardia in termini di obiettivi, settori di intervento e modalità di attuazione.

In particolare, l'analisi presentata è volta a esaminare:

- l'assenza di sovrapposizione tra gli strumenti finanziari previsti da Regione Lombardia e gli interventi esistenti,
- le possibilità di integrazione con tali interventi,
- le differenze di operatività tra gli interventi previsti e quelli esistenti (es. forme tecniche, canali distributivi, destinatari, ecc.).

Dalla rilevazione svolta risultano un set di interventi pubblici, dei quali potrebbero beneficiare anche le imprese lombarde, rappresentati nella tabella che segue.

<sup>74</sup> Gli strumenti finanziari realizzati da Regione Lombardia nel 2007-2013 non continueranno a operare nel successivo periodo di programmazione, 2014-2020, e, pertanto, sono esaminati nel successivo capitolo 4 (Insegnamenti tratti da strumenti analoghi).

**Tabella 20 – Panoramica degli interventi pubblici esistenti per le imprese lombarde comparabili con gli strumenti finanziari previsti da Regione Lombardia**

Strumento finanziario previsto da Regione Lombardia per la Programmazione 2014 - 2020	Interventi pubblici comparabili con gli strumenti finanziari previsti da Regione Lombardia		
	LIVELLO LOCALE/REGIONALE	LIVELLO NAZIONALE	LIVELLO UE
<b>Linea Start up e Re Start</b>	"Agevola Credito" - Camera di Commercio di Milano, cofinanziato dal Comune di Milano (Intervento 4 - Contributi in conto interessi per operazioni di liquidità per <i>start-up</i> innovative)	Sezione del Fondo Centrale di Garanzia per le <i>start-up</i> innovative	InnovFin ( <i>Horizon2020</i> ) - <i>SME Venture capital COSME</i> - Linea <i>Equity Facility for Growth</i> (EFG) (per l'espansione di PMI, in particolare a livello internazionale)
		Dlgs185/2000 - Autoimpiego e autoimprenditorialità (Invitalia)	
		<i>Smart&amp;Start</i> (DM 24 settembre 2014 del MiSE)	
		Fondo Nazionale Innovazione (capitale di rischio per valorizzazione brevetti industriali)	
		Fondo comune di investimento ex DM 29/1/2015	

## 2.2.1 Coerenza con interventi pubblici locali/regionali e nazionali

### 2.2.1.1 Linea Start e Re Start

L'iniziativa "**AgevolaCredito**" si colloca nel quadro delle iniziative istituzionali poste in essere dalla Camera di Commercio di Milano in collaborazione con il Comune di Milano, volte a promuovere e sostenere l'accesso al credito delle piccole e medie imprese attraverso 4 diversi interventi: Intervento 1 "Programmi di Investimenti produttivi"; Intervento 2 "Operazioni di patrimonializzazione aziendale"; Intervento 3 "Contributi per l'abbattimento del costo della garanzia prestata da Consorzi e Cooperative di garanzia collettiva fidi"; Intervento 4 "Operazioni di liquidità aziendale realizzate da *start up* innovative"<sup>75</sup>. L'iniziativa ha avuto un grande successo, come dimostra l'esaurimento della dotazione stanziata nel Bando 2012 (2 milioni di euro di cui 200 mila stanziati dal Comune di Milano) e nel Bando 2013 (all'Aprile 2015 sono esauriti i Fondi relativi alle linee d'intervento 1 e 2 mentre sono ancora disponibili i fondi relativi all'intervento 4), e l'ulteriore rifinanziamento stabilito ai sensi del D.G. n. 71 dell'11 marzo 2013 e del D.G. n. 232 del 16 settembre 2013 e formalizzato dal bando del febbraio 2015.

<sup>75</sup> Fonte: [www.mi.camcom.it](http://www.mi.camcom.it).

Il bando del febbraio 2015 prevede il finanziamento dell'**Intervento 4 "Operazioni di liquidità aziendale realizzate da start up innovative"** con una dotazione di 200 mila euro stanziati dalla Camera di Commercio di Milano; in particolare 165 mila euro sono destinati all'erogazione di contributi in conto abbattimento tassi di interesse e 35 mila euro destinati all'abbattimento del costo della garanzia prestata da Consorzi e Cooperative di garanzia collettiva fidi. L'intervento considera come ammissibili tutte le operazioni di liquidità aziendale realizzate da *start up* innovative definite come: (i) imprese innovative iscritte alla sezione speciale del Registro delle Imprese di Milano; (ii) società di capitali nate da meno di 48 mesi e inserite in incubatori o percorsi di accelerazione. Al fine di beneficiare del contributo a valere sul Fondo, le imprese devono stipulare un contratto di finanziamento bancario garantito da uno dei consorzi fidi convenzionati, che abbia: (i) ammontare compreso tra i 10 mila e i 75 mila euro; (ii) tasso di interesse applicabile pari a Euribor 6 mesi + *spread* del 5%; (iii) durata compresa tra i 24 e i 60 mesi compreso l'eventuale periodo di ammortamento (massimo 6 mesi). Le imprese beneficiano di una duplice agevolazione: l'abbattimento totale del tasso di interesse e l'abbattimento del costo della garanzia (grazie ad un contributo a fondo perduto pari al 50% di tale costo (al netto dell'IVA), fino ad un massimo di 3.000 euro e al lordo della ritenuta d'acconto del 4%). I contributi assegnati, liquidati in un'unica rata attualizzata, sono concessi in conformità al Regolamento "*De minimis*".

L'intervento risulta potenzialmente complementare alla Linea *Start e Re Start*, che è volta a favorire la concessione di prestiti e non impedisce l'acquisizione di ulteriori agevolazioni relative all'abbattimento di costi per eventuali garanzie. Inoltre, l'intervento della Camera di Commercio di Milano è rivolto alle sole *start up* innovative iscritte presso tale Camera di Commercio. Va anche segnalato che l'iniziativa della Camera di Commercio di Milano si rivolge a *start up* innovative che necessitino di prestiti di ammontare non superiore ai 75.000 euro, mentre il previsto strumento finanziario Linea *Start e Re Start* potrà sostenere interventi finanziari non dedicati alle sole *start up* innovative e di ammontare anche molto superiore, raggiungendo una platea di destinatari, e di interventi, significativamente più ampia<sup>76 77</sup>.

Il **Fondo Centrale di Garanzia** (FCG) presso il Ministero dello Sviluppo Economico è uno dei principali fondi di garanzia per le PMI attive sul territorio nazionale. Istituito con la Legge 662/96 e

---

<sup>76</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

<sup>77</sup> Si segnala anche l'iniziativa della Camera di Commercio di Milano "**Anticipo Contributo 2013**", che prevede che le imprese assegnatarie di un contributo nell'ambito dei bandi della stessa Camera di Commercio "*Fare Imprese Digitale*", "*Innovafiore*", "*Bando Start up Venture*" e "*Sviluppo Nuove Imprese*" abbiano la possibilità di rivolgersi ad un istituto di credito convenzionato per richiedere un finanziamento bancario a condizioni agevolate. Gli istituti devono avere almeno uno sportello nella Provincia di Milano ed essere inclusi in un elenco di istituti aderenti all'iniziativa predisposto dalla Camera di Commercio mediante avviso ad evidenza pubblica.

Il finanziamento bancario può essere concesso per due finalità:

- Linea 1: si riferisce ai finanziamenti finalizzati ad anticipare il contributo assegnato dalla Camera di Commercio alle imprese che risultino beneficiarie, che viene liquidato dalla Camera di Commercio stessa alle imprese solo in esito alla presentazione della documentazione giustificativa della realizzazione del progetto di investimento presentato;
- Linea 2: si riferisce ai finanziamenti finalizzati ad anticipare l'importo dell'intero progetto presentato dalle imprese che siano risultate beneficiarie dell'intervento.

Le Banche convenzionate mantengono discrezionalità sulla decisione ultima di erogazione del finanziamento. Le condizioni di finanziamento sono predeterminate dalla Camera di Commercio.

Si tratta quindi di un'iniziativa a beneficio delle sole imprese vincitrici di altri bandi della Camera di Commercio di Milano.

---

più volte modificato nelle sue modalità operative nel corso degli anni successivi, il Fondo ha come finalità quella di favorire l'accesso alle fonti finanziarie per le PMI italiane e concede garanzie dirette, co-garanzie e contro-garanzie.

Come già evidenziato precedentemente (Cfr. paragrafo 1.4.), la Legge n. 221/2012, nell'ottica di supportare l'accesso al credito per le imprese in fase di avvio, ha previsto la possibilità per le *start up* innovative di accedere in modo semplificato, gratuito e diretto al Fondo Centrale di Garanzia a partire dal settembre 2013. In particolare, ai sensi del Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 26 aprile 2013, il FCG concede garanzie sulle operazioni finanziarie riferite a *start up* innovative e incubatori certificati senza che vi sia la valutazione dei dati contabili di bilancio dell'impresa o dell'incubatore, a condizione che tali soggetti abbiano preventivamente acquisito un'apposita dichiarazione sostitutiva di atto di notorietà con la quale il relativo rappresentante legale o procuratore speciale attesti l'iscrizione della *start up* innovativa o dell'incubatore alla sezione speciale del Registro delle Imprese istituita ai sensi del Decreto Legge 179/2012. Il Fondo Centrale di Garanzia agisce tramite:

- garanzie dirette per prestiti a imprese per un importo massimo garantibile per la singola *start up* innovativa, o per il singolo incubatore certificato, pari a 2,5 milioni di euro;
- controgaranzie fino ad un massimo dell'80% dell'importo garantito dal Confidi o da un altro fondo di garanzia, a condizione che la quota garantita non superi l'80% di copertura del finanziamento erogato.

Oltre a poter beneficiare di un accesso semplificato e gratuito al Fondo, le *start up* innovative e gli incubatori certificati ottengono priorità in fase di istruttoria e presentazione al Comitato di gestione deputato a valutare l'ammissibilità delle domande al FCG.

Gli interventi del Fondo Centrale di Garanzia per le *start up* innovative sono quindi rivolti a destinatari più limitati rispetto alla Linea *Start e Re Start*, che non è dedicata alle sole *start up* innovative. Inoltre, il FCG risulta un'iniziativa sinergica con la Linea *Start e Re Start*, dato che il FCG interviene tramite garanzie e contro-garanzie, mentre la Linea *Start e Re Start* prevede la concessione di prestiti<sup>78</sup>.

Il **D.lgs. 185/2000**, "Incentivi all'autoimprenditorialità e all'autoimpiego, in attuazione dell'articolo 45, comma 1, della legge 17 maggio 1999, n. 144" prevede due tipologie di incentivi pertinenti al presente documento:

- il supporto alla creazione di micro e piccole imprese a prevalente o totale partecipazione giovanile o femminile (cd "Autoimprenditorialità"), tramite mutui della durata massima di 8 anni e di importo non superiore al 75% della spesa ammissibile, finalizzati a investimenti non superiori a 1,5 €/mln e a tasso di interesse nullo. L'intervento è rivolto a: (i) imprese di micro e piccola dimensione, costituite in forma societaria da non più di dodici mesi alla data di presentazione della domanda di agevolazione e la cui compagine societaria sia composta, per oltre la metà numerica dei soci e di quote partecipazione, da giovani tra i 18 e i 35 anni o da donne. Al marzo 2015 sono state finanziate 2.020 iniziative, per un totale

---

<sup>78</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

di 2,6 €/mld di investimenti attivati e 32.727 posti di lavoro creati. Al momento l'intervento è sospeso in attesa di un Regolamento di attuazione;

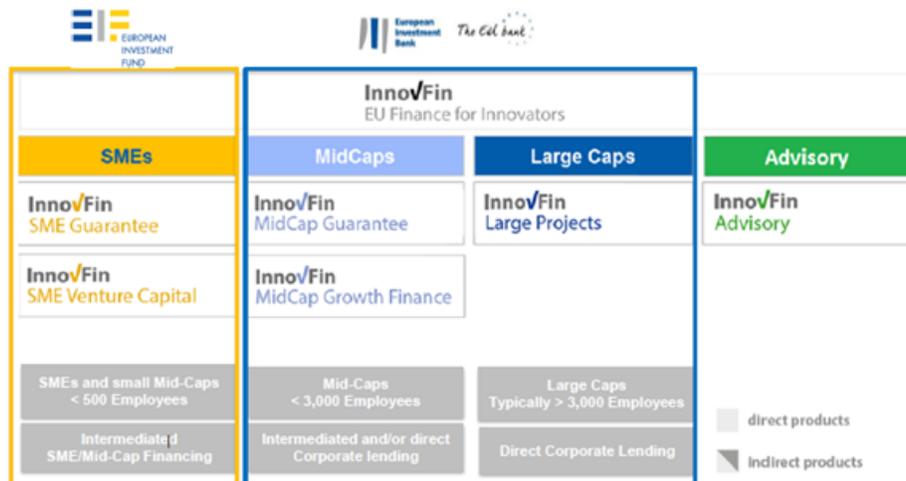
- il supporto all'avvio di attività imprenditoriali (cd "Autoimpiego"), in forma di lavoro autonomo (per investimenti inferiori a 25.823 euro, finanziabili al 100% attraverso un finanziamento a tasso agevolato, da restituire in 5 anni, e un contributo a fondo perduto), o a microimprese già costituite in forma di società di persone (per investimenti inferiori ai 129.114 euro, finanziabili anche in questo caso attraverso finanziamento a tasso agevolato, da restituire in 5 anni, e un contributo a fondo perduto che copre il 100% delle spese d'investimento e le spese di gestione sostenute nel primo anno di attività). Al marzo 2015 sono state finanziate 111.541 iniziative, per un totale di 5,3 €/mld di investimenti attivati e 194.114 posti di lavoro creati. Al momento, tale intervento è finanziato per le sole Regioni del Mezzogiorno.

Gli interventi disciplinati dal D.lgs. 185/2000 non sono quindi allo stato disponibili per le imprese lombarde.

### **2.2.1 Coerenza con interventi pubblici UE**

Il Programma dell'UE **Horizon2020** è volto a favorire la ricerca e l'innovazione nelle imprese per il periodo 2014-2020, è gestito direttamente dalla Commissione Europea e include la priorità "*Access to Risk Finance*". Tale priorità prevede la realizzazione di diversi strumenti finanziari, per una dotazione complessiva di circa 650 milioni di euro nel 2014 e 352 milioni di euro nel 2015. Tra tali strumenti finanziari è inclusa l'iniziativa "*Equity Facility for R&I*", il cui obiettivo è favorire l'accesso al capitale di rischio per le PMI. Tale iniziativa ha una dotazione di 40 milioni di euro nel 2014 e circa 95 milioni di euro nel 2015 ed è stata attuata dalla BEI e dal Fondo Europeo per gli Investimenti ("FEI") tramite una delle tipologie di intervento del programma **InnovFin**, la "**SME Venture capital**".

Figura 13 - Struttura del Programma InnovFin



Fonte: FEI

L'iniziativa *SME Venture capital*, fornisce alle PMI capitale di rischio per progetti di ricerca e innovazione, tramite intermediari finanziari selezionati dal FEI (operatori di *venture capital*, fondi di investimento o veicoli di investimento correlati a *Business Angels*). Gli interventi si sostanziano principalmente nelle fasi di *pre-seed*, *seed* e *start up* della vita delle imprese. I destinatari prioritari sono PMI che investano in ricerca e innovazione, con particolare attenzione alle energie rinnovabili, alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione o alle scienze della vita o ad altre tipologie di innovazioni tecnologiche, organizzative o sociali. L'investimento del FEI per intermediario finanziario è al massimo del 25% dell'investimento realizzato dall'intermediario stesso e tale quota può aumentare fino al 50% in caso di investitori specializzati in *early stage* e sulla base di altre specifiche condizioni.

Si tratta quindi di un'iniziativa con *target* più limitato rispetto alla Linea *Start e Re Start*, la quale non si rivolge esclusivamente a settori innovativi<sup>79</sup>.

Il programma **COSME** dell'UE, per la Competitività delle imprese e delle PMI nel periodo 2014-2020, anch'esso gestito direttamente dalla Commissione europea, prevede due strumenti finanziari, di cui uno volto alla concessione di investimenti in capitale di rischio per PMI, la "*Equity Facility for Growth* (EFG)"<sup>80</sup>, con una dotazione di circa 690 milioni di euro. Tale iniziativa è attuata dalla BEI e dal FEI, congiuntamente all'iniziativa *SME Venture capital* del Programma Horizon2020, nel quadro di un "*Single EU Equity Financial Instrument*". In particolare, tramite la ***Equity Facility for Growth***, il FEI investe in intermediari finanziari che forniscano *venture capital* e *mezzanine finance* a PMI nella fase di *expansion* e *growth*, in particolare a PMI che operino a livello transnazionale. Il programma COSME ha quindi un obiettivo diverso rispetto alla Linea *Start e Re Start*, che è volta a favorire la nascita di nuove imprese<sup>81</sup>.

<sup>79</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

<sup>80</sup> La "*Loan Guarantee Facility* (LGF)" prevede invece la concessione di garanzie e contro-garanzie per prestiti a PMI.

<sup>81</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

## 2.3 Implicazioni in termini di aiuti di Stato

Gli interventi attuati tramite strumenti finanziari devono rispettare la normativa in materia di aiuti di Stato, ex Art. 37 del Reg. (UE) 1303/2013. Il presente paragrafo esamina quindi le possibili implicazioni relative agli aiuti di Stato derivanti dall'adozione degli Strumenti Finanziari attivabili a valere sul POR FESR Lombardia 2014-2020, sulla base delle evidenze e analisi quantitative presentate nel presente capitolo e nel capitolo 3 (Risorse pubbliche e private addizionali).

Il presente paragrafo fornisce anche indicazioni sulle caratteristiche dello strumento finanziario previsto nell'ottica di non alterare la concorrenza o comunque di contenere al minimo la distorsione del mercato. Si sottolinea che il dimensionamento della dotazione della Linea *Start e Re Start*<sup>82</sup> è stato ipotizzato in coerenza con i fabbisogni di investimento rilevati, o *gap* di mercato, risultando di conseguenza proporzionale a tali fabbisogni<sup>83</sup> e funzionale al progressivo superamento e/o contenimento degli stessi nell'ambito dell'intero periodo di programmazione.

Nel caso degli strumenti finanziari, la compatibilità delle misure previste con la disciplina in materia di aiuti di Stato deve essere esaminata secondo un processo che prevede successivi livelli di analisi, come illustrato nella figura che segue. Un intervento pubblico non si configura infatti come aiuto di Stato in caso le relative operazioni economiche siano effettuate in linea con le normali condizioni di mercato ("*test dell'operatore in un'economia di mercato*"), ovvero se non esistono aiuti di Stato agli investitori e/o aiuti di Stato ai Soggetti Gestori e/o aiuti di Stato ai destinatari finali.

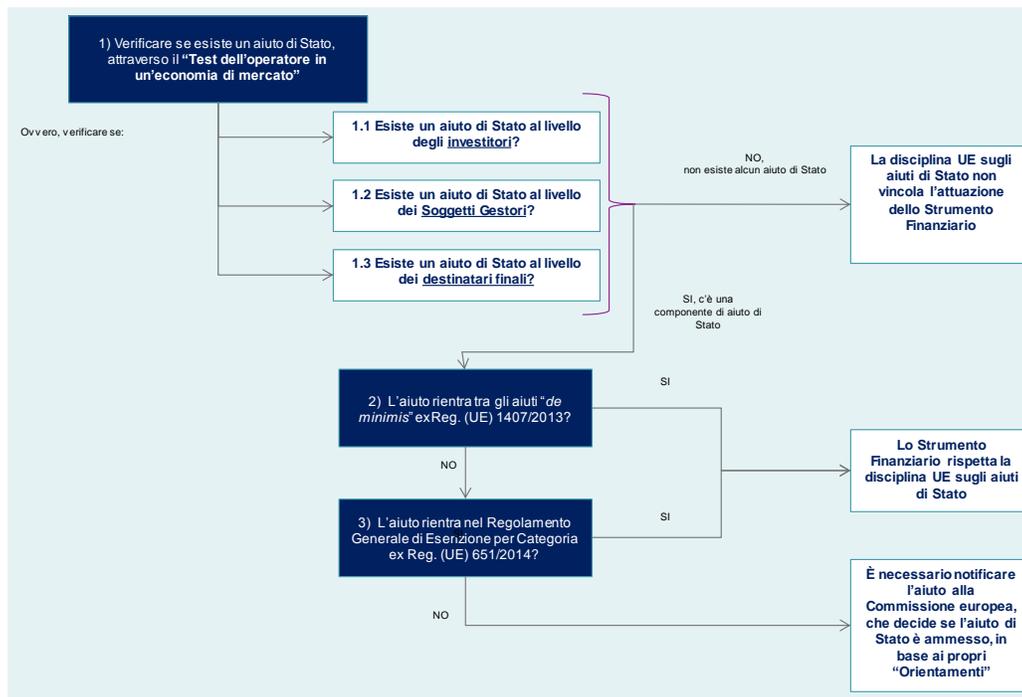
Nel presente paragrafo tale processo sarà applicato con riferimento allo strumento finanziario previsto da Regione Lombardia a valere sul POR FESR 2014-2020.

---

<sup>82</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

<sup>83</sup> Cfr. Paragrafo 1.6 (Analisi e quantificazione dei gap dell'investimento nell'avvio di attività imprenditoriali e in capitale di rischio).

**Figura 14 – Processo di analisi della compatibilità degli strumentifinanziari con la disciplina sugli aiuti di Stato**



### 2.3.1 Linea Start e Re Start

L'analisi di compatibilità della struttura della Linea *Start* e *Re Start* con la disciplina sugli aiuti di Stato evidenzia i seguenti elementi:

- *aiuti agli investitori*: non è previsto il cofinanziamento da parte di investitori privati, quindi non si realizza un aiuto di Stato per tali investitori;
- *aiuti al soggetto gestore*: il soggetto gestore sarà *in house*<sup>84</sup> e la relativa remunerazione è disciplinata dagli Articoli 12 e 13 del Reg. (UE) 1303/2013.

Nel caso della “Linea *Start* e *Re Start*” esistono invece aiuti ai destinatari finali in quanto è previsto un tasso di interesse agevolato per i destinatari e un contributo a fondo perduto a copertura di alcune tipologie di spese tra quelle ammissibili. È quindi necessario calcolare l’“Equivalentente Sovvenzione Lordo” (ESL), ovvero l’ammontare del beneficio che l’impresa riceve, attualizzando alla data del prestito la differenza tra il tasso di interesse di mercato e il tasso adottato, applicati su ciascuna rata del prestito, e considerando la durata del periodo di rimborso. Di conseguenza, tale aiuto dovrà:

<sup>84</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

- non superare i livelli massimi di investimento che possono rientrare nell'ambito di applicazione della soglia di cui al Reg. (UE) n. 1407/2013 (Regolamento “*De minimis*”), ovvero l'ESL risulta inferiore a 200.000 euro in tre esercizi finanziari, o altrimenti
- essere “esente” dalla notifica alla Commissione europea in quanto sono pienamente rispettati i requisiti richiesti dal Reg. (UE) n. 651/2014 (Regolamento di “Esenzione per categoria”)<sup>85</sup>.

Date le caratteristiche previste per il prodotto finanziario ipotizzato per la “Linea *Start e Re Start*”<sup>86</sup>, che potrà sostenere investimenti finanziari fino a un massimo di 100.000 euro, probabilmente l'ESL risulterà inferiore alla soglia richiesta per l'applicazione del Regolamento “*De minimis*”, con la conseguente necessità di applicarne tutte le relative condizioni.

---

<sup>85</sup> Come noto, in caso contrario l'aiuto dovrà essere notificato alla Commissione europea, che fornisce la propria approvazione preventiva obbligatoria sulla base di alcuni criteri, individuati in specifici “Orientamenti”.

<sup>86</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

### 3. RISORSE PUBBLICHE E PRIVATE ADDIZIONALI

Il presente capitolo attua quanto disposto dall'Art. 37 del Reg. (UE) 1303/2013, lett. c), che prevede che la valutazione ex ante degli strumenti finanziari includa: *“una stima delle risorse pubbliche e private aggiuntive che lo strumento finanziario ha la possibilità di raccogliere, fino al livello del destinatario finale (effetto moltiplicatore previsto), compresa, se del caso, una valutazione della necessità di remunerazione preferenziale, e del relativo livello, intesa ad attrarre risorse complementari da investitori privati e/o una descrizione del meccanismo che sarà impiegato per stabilire la necessità e l'entità di tale remunerazione preferenziale, quale una procedura di valutazione competitiva o adeguatamente indipendente”*.

In coerenza con le linee guida sulla Valutazione ex ante degli strumenti finanziari *“Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period”*, elaborate dalla Banca europea per gli Investimenti e dalla Commissione europea, il presente capitolo fornisce indicazioni relativamente a:

- stima delle risorse aggiuntive che ciascuno degli strumenti individuati potrebbe attivare (effetto moltiplicatore previsto);
- analisi della necessità di remunerazione preferenziale degli investitori privati.

#### 3.1 Addizionalità di risorse pubbliche e private ed effetto leva

Come indicato al paragrafo 2.1 (Valore aggiunto degli strumenti finanziari), per lo strumento finanziario Linea *Start e Re Start*, è stato elaborato un possibile scenario di funzionamento dello strumento dal punto di vista temporale e finanziario, grazie a specifiche simulazioni. Tali simulazioni si basano su ipotesi relative ai diversi parametri da tenere in considerazione nell'esame dello strumento, formulate sulla base del funzionamento previsto per lo strumento finanziario di Regione Lombardia a valere sul POR FESR 2014-2020, e presentate al paragrafo 2.1. Si sottolinea che, in casi di variazione delle ipotesi, i risultati delle stime preliminari effettuate potranno subire variazioni.

Nel prosieguo del presente paragrafo sono riepilogati i risultati delle simulazioni svolte in termini di stima delle risorse aggiuntive che lo strumento individuato potrebbe attivare e di effetto moltiplicatore previsto.

##### 3.1.1 Linea *Start e Re Start*

Come indicato precedentemente, secondo la Metodologia BEI, il cofinanziamento nazionale e regionale al POR viene considerato quale risorsa aggiuntiva, attivabile grazie al contributo UE al POR stesso. Considerando quindi la dotazione ipotizzata dello strumento finanziario pari a 30 €/mln, la Quota FESR di 15 €/mln permette di attivare ulteriori 15€/mln quale cofinanziamento nazionale e regionale o “Quota Italia”.

Va infine considerato che, dato l'effetto *revolving* strutturale negli strumenti finanziari simili alla Linea *Start e Re Start*, i rimborsi allo strumento possono essere impiegati per altri prestiti ai

destinatari. Pertanto, sulla base delle stime preliminari effettuate a partire dalle ipotesi presentate nel paragrafo 2.1, la “Linea *Start e Re Start*” permetterebbe di mobilitare quasi 7 milioni di euro grazie a tale effetto *revolving*.

Sempre sulla base delle simulazioni svolte, quindi, le risorse aggiuntive totali attivabili sono quasi 22 milioni di euro.

L'effetto leva nominale (QnVA nominale<sup>87</sup>) della “Linea *Start e Re Start*” risulta pari a 2, mentre, considerando la turnazione dello strumento finanziario, o effetto *revolving*, l'effetto leva risulta 2,46, ovvero, per ciascun euro di contributo UE, la Linea *Start e Re Start* permette di investire nel sistema produttivo lombardo 2,46 euro.

**Tabella 21 – Stima delle risorse aggiuntive attivabili dallo strumento finanziario ed effetto leva**

<b>Risorse aggiuntive attivabili dalla Linea Start e Re Start (€/000)</b>		
<i>a</i>	Dotazione iniziale totale (€/000)	30.000
<i>b</i>	Quota POR (€/000)	30.000
<i>c=a</i>	Investimenti generati grazie alla dotazione iniziale (€/000)	30.000
<i>d=b*50%</i>	Quota FESR (€/000)	15.000
<i>e=b*50%</i>	Quota Italia	15.000
<b>f=e</b>	<b>Totale risorse aggiuntive da cofinanziamento</b>	<b>15.000</b>
<b>g</b>	<b>Totale risorse aggiuntive da effetto revolving</b>	<b>6.864</b>
<b>h=f+g</b>	<b>Totale risorse aggiuntive mobilitate</b>	<b>21.864</b>
<i>i=c+g</i>	Totale Investimenti Generati	36.864
<b>j=c/d</b>	<b>QnVA nominale (Effetto leva nominale)</b>	<b>2,00</b>
<b>k=i/d</b>	<b>QnVA con effetto revolving</b>	<b>2,46</b>

<sup>87</sup> Cfr. Paragrafo 2.1 (Valore aggiunto degli Strumenti Finanziari).

## **4. INSEGNAMENTI TRATTI DA STRUMENTI ANALOGHI**

Il presente capitolo attua quanto disposto dall'Art. 37 del Reg. (UE) 1303/2013, lett. d), che prevede che la Valutazione ex ante degli strumenti finanziari includa: *“una valutazione delle lezioni tratte dall'impiego di strumenti analoghi e dalle valutazioni ex ante effettuate in passato dagli Stati membri, compreso il modo in cui tali lezioni saranno applicate in futuro”*.

In coerenza con le linee guida sulla valutazione ex ante degli strumenti finanziari *“Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period”*, elaborate dalla Banca europea per gli Investimenti e dalla Commissione europea, il presente capitolo ha l'obiettivo di esaminare l'attuazione di strumenti finanziari analoghi agli strumenti finanziari previsti da Regione Lombardia e precedenti valutazioni realizzate da Regione Lombardia, al fine di trarre insegnamenti e lezioni dall'esperienza e di fornire indicazioni in merito all'impiego delle lezioni apprese per migliorare l'attuazione degli strumenti finanziari attivabili per il periodo 2014-2020.

### **4.1 Analisi degli insegnamenti tratti da strumenti analoghi**

#### **4.1.1 Valutazioni ex ante condotte da Regione Lombardia in passato**

L'intervento del Fondo JEREMIE, a valere sul POR FESR Lombardia 2007-2013, è stato basato su un documento propedeutico realizzato dal FEI, lo *“SME Financing Gap Assessment”*, del dicembre 2006, che ha analizzato a livello macroregionale (Settentrione, Centro e Mezzogiorno) i finanziamenti alle PMI e alle iniziative imprenditoriali in fase di start up, con un'attenzione alle diversità regionali. Tale documento è stato impiegato da Regione Lombardia per la definizione del complesso degli strumenti di ingegneria finanziaria a valere sul POR FESR 2007-2013, ma la successiva crisi economica ha mutato lo scenario di riferimento per la programmazione anche regionale, evidenziando l'importanza della definizione di strumenti flessibili, in grado di adeguarsi ai mutamenti di variabili macroeconomiche congiunturali.

#### **4.1.2 Analisi di Strumenti Finanziari analoghi**

Al fine di identificare gli strumenti finanziari che possono essere considerati analoghi agli strumenti previsti da Regione Lombardia per il periodo di programmazione 2014-2020, sono stati in primo luogo esaminati gli strumenti di ingegneria finanziaria attivati da Regione Lombardia nel 2007-2013. Inoltre, sono state esaminate alcune esperienze che per dimensione media degli interventi e tipologia possono essere identificate come parzialmente simili a quella di cui si ipotizza l'attivazione e comunque atte ad offrire elementi comparativi utili.

Il presente paragrafo non prevede l'esame di strumenti comunque attivi nel periodo 2014-2020, ma non aventi caratteristiche comparabili con gli strumenti finanziari oggetto del presente documento. Ad esempio non sono esaminati in questo documento gli interventi di microcredito disponibili per la Lombardia, in quanto non comparabili agli strumenti finanziari previsti per il periodo 2014-2020. Lo strumento *Linea Start e Re Start* non ha infatti finalità di inclusione sociale

di soggetti svantaggiati, differenziandosi quindi dall'ambito di intervento del Fondo Sociale europeo<sup>88</sup>.

Dalla rilevazione svolta emergono i seguenti strumenti finanziari, di seguito descritti.

**Tabella 22 – Panoramica degli strumenti finanziari esaminati al fine di identificare lezioni apprese per migliorare l'attuazione degli strumenti previsti da Regione Lombardia**

Strumento finanziario previsto da Regione Lombardia per la Programmazione 2014 - 2020	Interventi pubblici comparabili con gli strumenti finanziari previsti da Regione Lombardia		
	LOMBARDIA	ALTRE REGIONI	ITALIA
<b>Linea Start up e Re Start</b>	Frim <i>Start up e Re - Start</i> (2013 e 2014)	Garanzia Giovani - Regione Toscana	Sezione del Fondo Centrale di Garanzia per le <i>start-up</i> innovative
	FRIM <i>Start up</i> (2011)		
	L.R. 1/99/L.R. 22/2006		
		Calabria - Fondo rotativo di Seed Capital per le nuove imprese innovative presso la Camera di Commercio di Reggio Calabria	Sezione del Fondo Centrale di Garanzia per le <i>start-up</i> innovative
		Fondo Atlante Seed del gruppo Intesa Sanpaolo	

Tali strumenti vengono di seguito esaminati nel loro funzionamento ed evoluzione quantitativa. Le modalità di applicazione degli insegnamenti appresi da tali esperienze ai futuri strumenti finanziari previsti da Regione Lombardia nel 2014-2020 sono descritte nel paragrafo successivo.

#### **4.2.1.1 Linea Start e Re Start**

Il **Fondo di rotazione per l'imprenditorialità (FRIM) - Linea 8**, gestito da Finlombarda S.p.A., è stato attuato nel 2013-2014 con l'iniziativa **Start up e Re Start**, la quale si colloca all'interno della strategia perseguita da Regione Lombardia di sostegno non solo alla nascita di nuove imprese tramite interventi integrati, ma anche al rilancio delle attività esistenti. Si tratta quindi di un ampliamento dei destinatari ammessi al Fondo rispetto a precedenti esperienze, che correlavano maggiormente l'ammissibilità al Fondo alla situazione soggettiva dell'imprenditore/socio. È stato inoltre ridefinito il concetto di *start up*, comprendendo sia le imprese di nuova creazione sia quelle

<sup>88</sup> Cfr. Capitolo 5 (Strategia di Investimento).

che sorgono da processi di ristrutturazione aziendale, incluse le micro, piccole e medie imprese che intendono realizzare percorsi di rilancio e discontinuità (*Re Start*).

I destinatari del Fondo sono:

- per la parte *Start up*: (i) gli aspiranti imprenditori, (ii) le *start up* innovative e (iii) le micro, piccole e medie imprese di ogni settore iscritte in una delle Camere di Commercio lombarde da non più di 24 mesi dalla data di presentazione della domanda;
- per la parte *Re Start*: (i) le micro, piccole e medie imprese di ogni settore iscritte in una delle Camere di Commercio lombarde da non più di 24 mesi e derivanti da un'impresa preesistente attraverso la costituzione di una *NewCo*, lo sviluppo di un'area aziendale, la creazione di impresa in forma cooperativa da lavoratori espulsi dal mondo del lavoro o cooperative che rilevino attività di dismissione; (ii) le imprese sociali costituite da non più di 24 mesi a seguito di riconversione totale o parziale da aziende in crisi; (iii) le PMI che abbiano attivato da non più di 24 mesi un rapporto di collaborazione con un soggetto terzo che assumerà un ruolo di responsabilità nell'azienda e verserà a titolo di capitale sociale un importo minimo di 50 mila euro; (iv) le PMI che abbiano presentato un piano di rilancio aziendale ammesso ai sensi del "Bando per la redazione di piani di rilancio aziendale da parte delle PMI lombarde in attuazione dell'azione E – Piani di Rilancio Aziendale – Linea di Intervento 1.1.2.1. Asse 1 POR FESR" di Regione Lombardia.

Le agevolazioni previste dal Fondo sono concesse nei limiti del Regolamento (CE) n. 1998/2006 (Regolamento "*De minimis*").

Il percorso per l'accesso ai finanziamenti prevede l'impiego di procedure a sportello e una valutazione formale, tecnica di merito ed economico-finanziaria con criteri di valutazione mirati all'analisi dell'innovatività dell'idea imprenditoriale prevista. Tale valutazione è suddivisa in tre fasi:

- presentazione del *business plan* da parte dell'impresa richiedente. Le imprese che conseguono un punteggio minimo pari a 60 nella valutazione del *business plan* hanno accesso alle successive fasi e ottengono il riconoscimento di un contributo a fondo perduto, pari a 5.000 euro, per spese forfettarie generali sostenute per l'avvio e il rilancio d'impresa;
- presentazione del programma di investimento e, a seguito della relativa ammissione, accesso a finanziamenti diretti a tasso agevolato (importo minimo 15 mila euro – importo massimo 100 mila euro), a un tasso nominale annuo pari allo 0,5% e con durata minima di 3 anni e massima di 7 anni (di cui al massimo 1 anno di preammortamento);
- presentazione della richiesta dei servizi di affiancamento. Le imprese che hanno superato le prime due fasi possono richiedere contributi, fino ad un massimo cumulativo non superiore a 24 mila euro (al lordo delle ritenute per legge) e fino al 100% delle spese effettivamente sostenute e attinenti a logistica e consulenza. Le imprese possono inoltre ottenere un contributo aggiuntivo (premiabile) proporzionale alla durata dell'affiancamento e comunque non superiore a 6 mila euro, a seguito di una valutazione positiva al termine del programma di investimento.

Il Fondo è stato attuato tramite un avviso ad ottobre 2013, sospeso nel 2014 a seguito adeguamenti normativi (adeguamento al nuovo regolamento "de minimis" ed integrazione di

risorse per un ammontare di 2,4 Milioni di euro) e riaperto a luglio 2014. La tabella che segue mostra come sono state incrementate le risorse per il 2014 e per quali finalità.

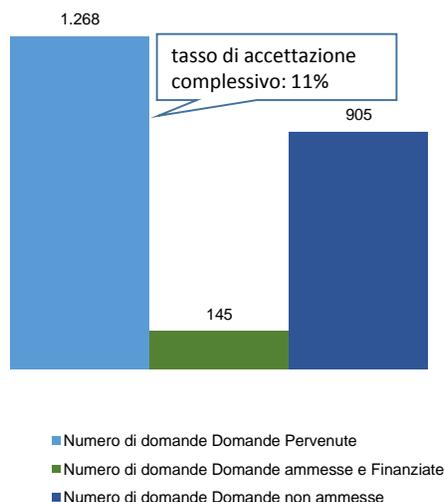
**Tabella 23 – Risorse finanziarie del Fondo FRIM Start up e Re Start**

Dotazione finanziaria del Fondo FRIM Start-up e Re Start		
€/000		
	2013	2014
<b>Dotazione complessiva</b>	30.000	32.400
<i>di cui:</i>		
Contributi a fondo perduto a copertura di spese generali per la fase di avvio / rilancio dell'impresa	2.000	2.000
Finanziamenti diretti a tasso agevolato a medio termine per investimenti per l'avvio / rilancio dell'impresa	23.000	24.400
Contributi a fondo perduto per servizi di consulenza e logistica presso fornitori selezionati da Regione Lombardia	5.000	6.000

Fonte: Elaborazioni su dati Finlombarda

I due bandi hanno avuto nel complesso un tasso di ammissione delle domande pervenute pari al 11,44%; questo dato è verosimilmente dovuto anche ai criteri di selezione dei progetti improntati ad un'elevata innovatività di prodotto, di processo e organizzativa.

**Grafico 55 – Tasso di accettazione del Fondo FRIM Start up e Re Start**



Fonte: Elaborazioni su dati di Regione Lombardia e Finlombarda (Dati al 22/6/2015)

**Tabella 24 – Importi presentati, ammessi ed erogati dal Fondo FRIM Start up e Re Start**

Importo agevolazione €/000		
Presentato	Ammesso	Erogato
153.937	15.671	490,70

Fonte: Elaborazioni su dati di Regione Lombardia e Finlombarda (Dati al 22/6/2015)

In precedenza, il **Fondo di rotazione per l'imprenditorialità (FRIM) - Linea 8**, gestito da Finlombarda S.p.A., è stato attuato, nel 2011 con l'iniziativa **Start up**, con una dotazione di 30 milioni di euro. L'iniziativa aveva la finalità di favorire la nascita di nuove imprese da parte di soggetti con maggiore rischio occupazionale e di esclusione dal mercato del lavoro. I destinatari erano le imprese, iscritte al Registro delle Imprese da non più di 12 mesi e con sede operativa in Lombardia, individuali e familiari con titolare giovane o donna o soggetto svantaggiato residente in Regione da almeno 5 anni, o società di persone o di capitali con almeno i due terzi del totale dei componenti costituiti da giovani e/o donne e/o soggetti svantaggiati residenti in Regione da almeno 5 anni.

Il Fondo concedeva finanziamenti agevolati a medio termine, o interventi di locazione finanziaria di beni strumentali, e prevedeva un cofinanziamento del 30% da parte di Intermediari bancari e finanziari convenzionati. Gli interventi, della durata di minimo 3 e massimo 7 anni (con al massimo 2 anni di preammortamento), coprivano fino al 100% dell'investimento ammissibile e avevano un ammontare minimo di 15.000 euro e un ammontare massimo di 40.000 euro per le imprese individuali e 200.000 euro per le società. Il tasso di interesse per la quota a valere su fondi regionali era 0,5%, mentre il tasso applicato a valere sul cofinanziamento bancario veniva stabilito nella convenzione con gli Istituti bancari.

Le spese ammissibili erano molteplici e comprendevano: costi per adeguamenti tecnici ed impiantistici dell'immobile sede dell'attività fino al 30% dell'investimento ammissibile; acquisto di beni strumentali nuovi di fabbrica finalizzati all'avvio di attività (attrezzature, macchinari, impianti, arredi); costi di avvio dell'attività di *franchising* (fee di ingresso) fino al 60% dell'investimento ammissibile; spese di progettazione e realizzazione di un sito internet aziendale; affitto dei locali sede dell'iniziativa sino al 20% dell'investimento ammissibile; acquisto di automezzi nuovi di fabbrica; acquisto di attività preesistente nel limite dell'80% del programma di investimento ammissibile; acquisto di attività preesistente condotta da impresa familiare fino al 100% del programma di investimento (in attività da almeno 5 anni); licenze di sfruttamento economico, brevetti industriali, licenze di software; costi per garanzie nel limite del 3% del programma di investimento ammissibile; spese generali in misura forfettaria fino al 5% del programma di investimento ammissibile.

Tabella 25 – Attuazione del Fondo FRIM Start up

Attuazione del Fondo Frim Start-up					
€/000					
Importi ammessi			Importi erogati		
Agevolazioni concesse	Agevolazioni concessa a valere sul Fondo	N. destinatari	Agevolazioni erogate	Agevolazioni erogate a valere sul Fondo	
32.499	22.750	227	19.358	13.551	
Domande di agevolazione					
Domande presentate (a)	Domande ammesse e finanziate (b)	Tasso di accettazione (b/a)	Domande non ammesse	Rinunce	Revoche
810	332	41%	424	44	10

Fonte: Elaborazioni su dati di Regione Lombardia e Finlombarda (Dati al 22/6/2015)

La **Legge Regionale n. 1/1999** "Politiche regionali del lavoro e dei servizi per l'impiego" prevedeva un Fondo di rotazione volto a favorire e incentivare l'avvio di nuove attività imprenditoriali giovanili e femminili (istituito presso Finlombarda S.p.A. e la cui attuazione è attualmente chiusa). I destinatari sono nuove imprese (ovvero imprese con sede legale ed operativa in Lombardia iscritte al Registro delle Imprese, alla data di presentazione della domanda, da non prima di 18 mesi) costituite in forma di società di persone e società di capitali costituite per i 2/3 da giovani in età dai 18 ai 35 anni compiuti o da donne<sup>89</sup>.

Le imprese potevano beneficiare di un finanziamento agevolato fino all'80% dell'investimento di ammontare tra 15.000 e 100.000 euro e con una durata tra i 3 e i 10 anni (con al massimo 2 anni di preammortamento). Era previsto un cofinanziamento bancario e il tasso di interesse era costituito dalla media ponderata del tasso applicato a valere sul Fondo e il tasso applicato dall'Istituto di credito convenzionato.

Erano ammissibili molteplici spese per investimenti, sostenute da non oltre 12 mesi dalla data di arrivo della domanda di agevolazione alla Regione. Gli investimenti devono comunque essere realizzati nei 12 mesi successivi alla data di concessione dell'agevolazione. Le spese ammissibili comprendevano: costi per adeguamenti tecnici, impiantistici dell'immobile necessario per l'attività, acquisto di beni strumentali, costi di avvio attività in *franchising* (fee di ingresso) fino a un massimo del 50% dei costi totali dell'investimento ammesso, costi di manutenzione straordinaria, spese di pubblicità, promozione, progettazione e realizzazione di un sito *internet* (costi a carattere pluriennale), spese per l'acquisto dell'immobile sede dell'attività (purché non già oggetto di finanziamenti a medio termine), affitto dei locali sede dell'iniziativa per un anno di attività e sino ad un importo massimo del 20% dell'investimento ammissibile, acquisto di automezzi strettamente necessari allo svolgimento dell'attività (esclusi i mezzi per l'esercizio di attività di autotrasporto merci), scorte (non oltre il 20% dell'investimento ammissibile), acquisto di attività preesistenti inclusi i costi relativi all'avviamento (escluso il settore agricolo).

Le imprese destinatarie beneficiavano anche di attività di assistenza personalizzata per le fasi di pianificazione e avvio dell'impresa.

<sup>89</sup> In caso di partecipazione da parte di persone giuridiche, tale partecipazione di queste non superi il 25% del capitale dell'impresa.

Sempre a valere sul Fondo di rotazione di cui alla LR 1/1999, la **LR 22/2006** ha previsto interventi volti a sostenere, favorire ed incentivare l'avvio di nuove attività imprenditoriali, di lavoro autonomo ed indipendente, con particolare attenzione alle fasce deboli (giovani, donne e soggetti svantaggiati). Tale iniziativa è stata attuata con un bando nel 2007 e un bando nel 2009, gestito da Finlombarda S.p.A, con una dotazione di 20 milioni di euro e attualmente chiuso.

I destinatari sono nuove imprese costituite in forma di società di persone e/o di capitali, composte per i 2/3 da giovani in età dai 18 ai 35 anni compiuti e/o da donne e/o soggetti svantaggiati. Si aggiungono:

- le nuove ditte individuali e le imprese familiari operanti esclusivamente nel settore manifatturiero (Codice Ateco 2007 C) e dei servizi alle imprese ed alle persone (Codici Ateco 2007 L - Attività immobiliari, M - Attività professionali, scientifiche e tecniche, N - Noleggio, agenzie di viaggio, servizi alle imprese e S 96 - Servizi per la persona);
- i nuovi Studi Associati e Società Professionali operanti in settori tecnico scientifici (Codici Ateco 2007 M 71 e 71.2 - Attività degli studi di architettura e di ingegneria, collaudi ed analisi tecniche);
- le nuove imprese costituite a seguito di spin-off universitari, o allocate presso Incubatori di impresa;
- le nuove imprese operanti nel settore dei servizi di cura per l'infanzia (Codice Ateco 2007 Q 88.91).

Le imprese devono avere sede operativa in Lombardia ed essere iscritte al Registro delle Imprese da non più di 12 mesi.

L'intervento prevede un finanziamento agevolato con le seguenti caratteristiche:

- concesso per il 70% dalla Regione e per il 30% da Istituti convenzionati;
- copertura fino all'80% dell'investimento ammissibile;
- ammontare tra 15.000 euro e 30.000 euro per le ditte individuali e le associazioni professionali e fino a 150.000 euro per le società di persone e di capitali;
- durata tra 3 e 10 anni (con al massimo 2 anni di preammortamento);
- tasso di interesse medio ponderato tra lo 0,1% nominale annuale fisso, per la quota di Regione Lombardia e il tasso applicato dagli istituti bancari (media mensile Euribor a 6 mesi maggiorato di 1,25 punti percentuali).

Le spese ammissibili sono molteplici e simili all'iniziativa a valere sulla LR 1/1999 precedentemente descritta, con la possibilità di finanziamento anche di beni strumentali usati, comprensivi degli automezzi, a specifiche condizioni.

Tabella 26 – Attuazione del Fondo ex LR 22/2006

Attuazione del Fondo di rotazione di cui alla LR 22/2006									
€/000									
Bando	Importi presentati			Importi ammessi			Importi erogati		
	Investimenti	Agevolazioni richieste	Agevolazioni richieste a valore sul Fondo	Investimenti	Agevolazioni ammesse	Agevolazioni ammesse a valore sul Fondo	N. destinatari	Agevolazioni erogate	Agevolazioni erogate a valore sul Fondo
2007	18.683	13.434	9.403	15.179	11.027	7.719	126	8.993	6.295
2009	79.670	57.833	40.483	58.031	43.121	30.185	430	33.142	23.199
Totale	98.352	71.267	49.886	73.210	54.148	37.904	556	42.135	29.494

Bando	Domande di agevolazione					
	Domande presentate (a)	Domande ammesse e finanziate (b)	Tasso di accettazione (b/a)	Domande non ammesse	Rinunce	Revoche
2007	195	156	80%	37	2	28
2009	723	432	60%	139	40	111
Totale	918	588	64%	176	42	139

Fonte: Elaborazioni su dati Finlombarda e Regione Lombardia (Dati al 22/6/2015)

Una particolare attenzione nell'analizzare l'andamento delle misure regionali implementate in passato è da riservare all'osservazione dell'ageing delle posizioni debitorie dei beneficiari. Complessivamente, con riferimento ai Fondi regionali gestiti da Finlombarda si può osservare un'incidenza delle posizioni attualmente in fase di contenzioso legale sul totale del credito aperto pari al 7,93% ed un tasso di default<sup>90</sup> pari al 4,2%. Tale dato è differenziato tra agevolazioni erogate attraverso finanziamenti diretti (senza cofinanziamento bancario) e quelle erogate attraverso cofinanziamenti, in particolare:

- per i finanziamenti diretti si può osservare un'incidenza delle posizioni in contenzioso sul totale del credito aperto pari al 3,05% ed un tasso di default pari a 1,48%;
- per i cofinanziamenti si può osservare un'incidenza delle posizioni in contenzioso sul totale del credito aperto pari al 13,54% e un tasso di default pari a 4,19%.

Sebbene sia opportuno precisare che i dati per singolo fondo sono influenzati dall'ageing delle posizioni debitorie, poiché strutturalmente le misure più "vecchie" registrano un'incidenza legale sul totale credito e un tasso di default più elevati, per le misure implementate per favorire l'avvio di impresa (compreso il Fondo Seed) è possibile rilevare:

- un'incidenza legale sul totale del credito pari al 32,56% e un tasso di default pari al 30,46% per i finanziamenti erogati a valere sul Fondo Seed;
- un'incidenza legale sul credito pari al 39,15% ed un tasso di default pari all'11,51% per i finanziamenti erogati a valere sulla legge 22/06;
- un'incidenza legale sul credito pari al 3,03% ed un tasso di default pari all'2,57% per i finanziamenti erogati a valere Fondo Start up 2011.

<sup>90</sup> Il tasso di default è stato determinato sommando alle attuali posizioni in contenzioso al legale, il valore delle perdite effettive realizzate dal 2006 ad oggi (non sono disponibili dati ante 2006). Il valore così ottenuto è stato quindi diviso per il totale delle erogazioni effettuate dall'attivazione dei singoli Fondi Regionali ad oggi.

**Tabella 27 – Tassi di incidenza posizioni in contenzioso al legale e tassi di default**

Qualità del credito		
%		
	Fase legale al contenzioso	Tasso di default
Fondo Seed	32,56	30,46
Legge 22/2006	39,15	11,51
Fondo Frim <i>Start-up</i> 2011	3,03	2,57

Fonte: Elaborazioni su dati Finlombarda (Dati al 28/2/2015)

Come emerge dall'esame degli strumenti finanziari già realizzati da Regione Lombardia sinora condotto, tali strumenti sono rappresentativi dell'evoluzione della strategia regionale relativa alle diverse modalità di incentivazione all'avvio di attività imprenditoriali. L'analisi di ciascuno di tali Fondi permette di identificare sia elementi positivi, trasferibili nella strategia di intervento della Linea *Start e Re Start* prevista da Regione Lombardia per il periodo 2014-2020, sia elementi che è utile adattare nell'impostazione della menzionata Linea *Start e Re Start*<sup>91</sup>.

**Tabella 28 – Sintesi degli insegnamenti tratti dagli strumenti finanziari attuati da Regione Lombardia**

SF realizzato da Regione Lombardia	Insegnamenti tratti	
	Elementi positivi mutuabili	Criticità superabili nel 2014-2020
<b>Fondo FRIM Start up e Re Start (2013 - 2014)</b>	Ammissibilità delle imprese in fase di riavvio	Necessità di ulteriormente abbreviazione dei tempi per la messa a disposizione delle risorse alle <i>start up</i> e di semplificazione delle procedure.
	Ammissibilità non collegata a alla situazione soggettiva dell'imprenditore/socio (assenza di limitazione ai soli soggetti svantaggiati)	Criteri di valutazione eccessivamente mirati all'esame dell'innovatività dell'idea imprenditoriale, mentre anche progetti imprenditoriali non caratterizzati da una dimensione spiccatamente innovativa possono avere un buon potenziale di sviluppo e generare nuova occupazione
	Ammissibilità degli aspiranti imprenditori	
	Integrazione tra diverse tipologie di supporto: contributi a fondo perduto per la fase di avvio, finanziamenti agevolati a copertura del programma di investimento e servizi di supporto nel primo periodo di operatività dell'impresa	
	Superamento della logica del cofinanziamento bancario	
Copertura dell'investimento al 100%		
<b>Fondo FRIM Start up (2011)</b>	Ammissibilità di imprese anche in forma di ditta individuale, con soglie massime di agevolazione più limitate rispetto alle imprese in forma societaria	Focus sui soggetti svantaggiati

<sup>91</sup> Cfr. paragrafo successivo (Applicazione futura degli insegnamenti) e capitolo 5 (Strategia di Investimento).

SF realizzato da Regione Lombardia	Insegnamenti tratti	
	Elementi positivi mutuabili	Criticità superabili nel 2014-2020
	Molteplicità delle tipologie di spesa ammissibili	Quota di cofinanziamento bancario
	Copertura dell'investimento al 100%	Limitazione della nozione di nuova impresa (Iscrizione al Registro delle Imprese da non più di 12 mesi)
Fondo di rotazione ex Legge Regionale n. 1/1999	Molteplicità delle tipologie di spesa ammissibili	Focus sulla sola imprenditorialità giovanile e femminile
	Assistenza personalizzata per le fasi di pianificazione e avvio dell'impresa	Limitazione dell'ammissibilità a imprese in forma societaria
	Ampliamento della nozione di nuova impresa (Iscrizione al Registro delle Imprese da non più di 18 mesi)	Quota di cofinanziamento bancario
Fondo ex L.R. n. 22/2006	Ammissibilità dei liberi professionisti tra i destinatari del Fondo (Studi Associati e Società Professionali operanti in settori tecnico scientifici)	Focus sui soggetti svantaggiati e sull'imprenditorialità giovanile e femminile
	Ammissibilità di imprese anche in forma di ditta individuale	Limitazione della nozione di nuova impresa (Iscrizione al Registro delle Imprese da non più di 12 mesi)
	Molteplicità delle tipologie di spesa ammissibili, inclusi a esempio i beni usati	Quota di cofinanziamento bancario
	Soglie massime di agevolazione variabili rispetto alla forma di impresa	

Si sottolinea che gli SF sin qui esaminati non esauriscono le iniziative realizzate da Regione Lombardia a sostegno dell'avvio di attività imprenditoriali. Come indicato, infatti, il presente paragrafo si concentra sull'esame di strumenti finanziari aventi caratteristiche comparabili con gli SF oggetto del presente documento. Tra gli ulteriori interventi di Regione Lombardia a supporto dell'avvio di attività imprenditoriali si citano ad esempio le iniziative che seguono.

Il bando **Start up per Expo** è stato promosso da Regione Lombardia e dal Sistema camerale lombardo nel 2014 nell'ambito dell'Accordo di Programma per lo sviluppo economico e la competitività del sistema lombardo e promozione dell'imprenditorialità giovanile nel quadro delle tematiche Expo 2015. Il bando aveva una dotazione di 1,5 milioni di euro e ha concesso contributi a fondo perduto a *start up* innovative e PMI lombarde attive da non oltre 48 mesi.

Dietro presentazione di un *Business Plan*, le imprese ammesse hanno ricevuto un contributo di €15.000,00, per le seguenti categorie di spesa:

- acquisizione di servizi di affiancamento e/o consulenza per un periodo di 12 mesi (es. supporto legale amministrativo e finanziario; *investor relations*; indirizzo strategico e definizione del modello di *business*; strutturazione e implementazione delle strategie commerciali e di *marketing*; internazionalizzazione, identificazione di *partnership* commerciali e strategiche, strategie di comunicazione);

- investimenti in capitale umano, ovvero assunzioni a tempo indeterminato o determinato, o collaborazioni a progetto di almeno 12 mesi.

Le imprese con maggiore punteggio a seguito della fase sopra descritta hanno presentato il loro progetto presso le Camere di Commercio dalla Lombardia a una Giuria Tecnica, che ha selezionato le 24 migliori “*Start up per Expo*”, le quali sono state invitate a partecipare alle attività organizzate dal Padiglione Italia durante l'Expo e a entrare a far parte del programma dedicato alla presentazione delle imprese innovative nell'area “*Start up e Innovazione*” di Padiglione Italia presso Expo.

La **Dote lavoro** è un'iniziativa molto ampia realizzata da Regione Lombardia a valere sul POR Lombardia 2007-2013 cofinanziato dal Fondo Sociale Europeo.

L'intervento è rivolto a:

- giovani inoccupati, residenti o domiciliati in Lombardia, fino a 29 anni compiuti;
- disoccupati (compresi i dirigenti) provenienti da unità produttive/operative ubicate in Lombardia e iscritti (o in attesa di iscrizione) nelle liste di mobilità, o residenti o domiciliati in Regione Lombardia, anche non percettori d'indennità;
- occupati in aziende ubicate in Lombardia; sospesi (per cessazione d'attività, procedura concorsuale, accordi che prevedano esuberi) e percettori di Cassa integrazione Guadagni in deroga, o straordinaria; rientranti in accordi contrattuali che prevedano quote di riduzione dell'orario di lavoro; che si apprestano a fruire dell'ultimo periodo di Cassa integrazione Guadagni in deroga senza possibilità di rinnovo.

Il destinatario si rivolge a operatori specializzati, previamente accreditati all'intervento tramite il sito di Regione Lombardia. L'operatore definisce con il destinatario un Piano di Intervento Personalizzato (PIP) dei servizi di formazione e lavoro, selezionati dalla sezione “Offerta dei servizi al Lavoro” e/o “Offerta Formativa” del sistema informativo dedicato all'intervento.

La Dote Unica Lavoro consiste in un *budget* assegnato al destinatario, entro i limiti del quale ciascun destinatario concorda con l'operatore i servizi funzionali alle proprie esigenze di inserimento lavorativo e/o qualificazione da usufruire. Tali servizi, oltre ai servizi di base di accoglienza, colloquio specialistico e definizione del PIP, comprendono attività di accoglienza e orientamento e di sviluppo delle competenze del destinatario, nonché, in alternativa, un contributo per l'autorimprenditorialità (variabile tra € 2.510 ed € 3.860 a seconda della tipologia di destinatario), o servizi di supporto all'inserimento in imprese esistenti (cui si aggiungono incentivi all'assunzione per le imprese).

Relativamente invece a esperienze di strumenti finanziari con caratteristiche comparabili con gli strumenti finanziari previsti da Regione Lombardia realizzati in altre Regioni e a livello nazionale, di seguito sono esaminati gli interventi del Programma Garanzia Giovani della Regione Toscana e del Fondo Centrale di Garanzia per le *start up* innovative.

“**Garanzia Giovani**” attua in Italia la Raccomandazione del Consiglio dell'Unione europea del 22 aprile 2013 sull'istituzione di una “Garanzia per i Giovani”, al fine di fornire ai giovani tra i 15 e i

29 anni che non sono impegnati in un'attività lavorativa né inseriti in un percorso scolastico o formativo (*Neet - Not in Education, Employment or Training*), un'offerta qualitativamente valida di lavoro, proseguimento degli studi, apprendistato o tirocinio entro 4 mesi dall'inizio della disoccupazione o dall'uscita dal sistema d'istruzione formale<sup>92</sup>.

In Toscana, Garanzia Giovani prevede, tra gli altri interventi, l'iniziativa "Fare impresa", che include diverse tipologie di agevolazioni a supporto dell'autoimpiego e dell'autoimprenditorialità. Tra queste è incluso un Fondo di garanzia per giovani professionisti di cui alla Legge Regionale n. 73/2008<sup>93</sup>. Tale Fondo è dedicato a giovani professionisti di età non superiore a 40 anni, praticanti di età non superiore a 30 anni con domicilio professionale in Toscana e Ordini e Collegi professionali o Associazioni professionali e fornisce ad esempio garanzie fino all'80% per finanziamenti fino a 13.500 euro a giovani professionisti per l'avvio di studi professionali, anche *on line*.

La **Sezione del Fondo Centrale di Garanzia** dedicata alle *start up* innovative e ai relativi incubatori certificati (sulla quale si rinvia ai paragrafi 1.4 e 2.3) ha sostenuto, a partire dall'avvio dell'intervento nel settembre 2013, la concessione di prestiti garantiti dal Fondo per oltre 170 milioni di euro, a beneficio di 388 *start up* innovative e 3 incubatori certificati<sup>94</sup>.

**Tabella 29 – I finanziamenti alle start up innovative garantiti dal Fondo Centrale di Garanzia**

Finanziamenti alle <i>start-up</i> innovative garantiti dal FCG	
Numero di finanziamenti concessi	526
Numero di <i>start - up</i> innovative che hanno ricevuto finanziamenti garantiti / controgarantiti FCG	388
Importo totale dei finanziamenti facilitati dal FCG (€/Mln)	172,1
Importo garantito dal FCG (€/Mln)	135,4
Importo medio dei finanziamenti ricevuti facilitati dal FCG (€)	327.139
Durata media dei finanziamenti facilitati dal FCG (mesi)	56

In Lombardia sono stati concessi 137 finanziamenti (26% del totale nazionale) per un ammontare di circa 8 milioni di euro.

Fonte: Elaborazioni su dati Ministero dello Sviluppo Economico (Settembre 2013 – 30 Aprile 2015)

<sup>92</sup> In Lombardia, le iniziative sinora attivate per il Programma Garanzia Giovani comprendono interventi finalizzati all'inserimento lavorativo di almeno 6 mesi, l'attivazione di tirocini extra-curricolari di almeno 4 mesi, il reinserimento di giovani 15-18enni in percorsi formativi di istruzione o di istruzione e formazione professionale e le opportunità di servizio civile.

<sup>93</sup> Sono inoltre previsti:

- agevolazioni alla creazione di impresa da parte di giovani, donne, lavoratori destinatari di ammortizzatori sociali (Legge Regionale 72/2014);
- il progetto pilota "*Start up house*" tramite il quale la Regione Toscana sostiene spazi ed immobili pubblici attrezzati per l'avviamento di impresa (incubatori, centri servizi, organismi di ricerca, enti locali, università pubbliche, ...);
- spazi attrezzati e servizi di affiancamento e tutoraggio per lo svolgimento dell'attività di impresa giovanile nei settori manifatturiero, del turismo, commercio e terziario;
- interventi di microcredito e nel settore dell'agricoltura.

<sup>94</sup> Dati al 30 Aprile 2015 (Fonte: Ministero dello Sviluppo Economico, "*Sintesi dei dati sull'accesso al credito da parte delle startup innovative e degli incubatori certificati mediante l'intervento del Fondo di Garanzia per le PMI*", 1\* edizione bimestrale 2015).

**Tabella 30 – I finanziamenti agli incubatori certificati di start up innovative garantiti dal Fondo Centrale di Garanzia**

<b>Finanziamenti agli incubatori di start-up innovative garantiti dal FCG</b>	
Numero di finanziamenti concessi	6
Numero di incubatori certificati che hanno ricevuto finanziamenti garantiti / controgarantiti FCG	3
Importo totale dei finanziamenti facilitati dal FCG (€/Mln)	7
Importo garantito dal FCG (€/Mln)	5,3
Durata media dei finanziamenti facilitati dal FCG (mesi)	60

Fonte: Elaborazioni su dati Ministero dello Sviluppo Economico (Settembre 2013 – 30 Aprile 2015)

## 4.2 Applicazione futura degli insegnamenti

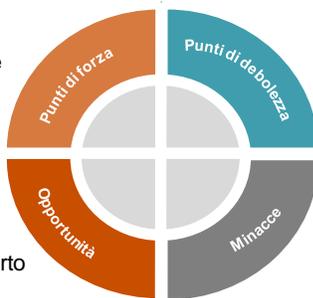
Gli insegnamenti e le lezioni tratte dagli strumenti finanziari comparabili esaminati nel precedente paragrafo sono presentate nella *SWOT analysis* che segue. Al fine di tenere in considerazione i punti di debolezza e le minacce così individuati, che forniscono l'analisi del rischio dello strumento in esame, sono indicati suggerimenti per l'applicazione futura di tali insegnamenti, ai fini dell'impostazione e dell'attuazione dello strumento finanziario previsto da Regione Lombardia a valere sul POR 2014-2020.

### 4.2.1 Linea Start e Re Start

La figura che segue presenta l'analisi SWOT, che identifica punti di forza, punti di debolezza, opportunità e minacce per la "Linea Start e Re Start", sulla base dell'esame delle esperienze sinora condotto.

**Figura 15 - SWOT Analysis da strumenti finanziari comparabili a Linea Start e Re Start**

- Inclusionione tra i destinatari degli aspiranti imprenditori (Start up e Restart)
- Inclusionione tra i beneficiari dei liberi professionisti in forma associata (LR 22/2006)
- Varietà delle tipologie di spese ammissibili all'interno della macro-finalità avvio / riavvio di impresa
- Combinazione di diverse modalità di supporto
- Superamento della logica del cofinanziamento bancario (Start up e Restart)



- Basso tasso di ammissione delle domande pervenute a causa dei criteri di selezione dei progetti molto improntati su innovatività di prodotto, di processo e organizzativa (Start up e Restart)
- Esclusione dei liberi professionisti (FRIM Start up)
- Limitazione ad alcune fasce di destinatari *target* tra cui ad es. gruppi svantaggiati, giovani, donne (logica presente nei bandi precedenti ma già superata con Start up e Restart)

- Integrazione di diverse forme di supporto
- Inclusionione dei liberi professionisti tra i beneficiari
- Adozione di modalità che favoriscano l'aumento del tasso di ammissione delle domande
- Definizione di percorsi differenziati per l'avvio di imprese tradizionali e delle imprese ad alto potenziale

- Rischio di concentrazione su progetti al alto contenuto innovativo a scapito dei settori tradizionali
- Complessità delle procedure istruttorie
- Dispersione della responsabilità della valutazione dei progetti tra diversi soggetti

Per far fronte alle specifiche debolezze e minacce individuate e ai fini dell'impiego degli insegnamenti e delle lezioni apprese per migliorare l'attuazione dello strumento finanziario previsto da Regione Lombardia per il POR 2014-2020, la Linea *Start e Re Start* avrà le seguenti caratteristiche<sup>95</sup>:

- sostegno agli aspiranti imprenditori, sia alla nascita di nuove imprese sia al rilancio delle attività esistenti;
- combinazione di finanziamenti agevolati con contributi a fondo perduto e servizi di affiancamento in fase attuativa nella fase di realizzazione del progetto;
- definizione della nozione di nuova impresa in modo non restrittivo (accesso non limitato alle *start up* innovative o a soggetti -imprenditori o aspiranti imprenditori- con particolari caratteristiche soggettive), in modo da fornire uno strumento con finalità più ampie, di creazione e rilancio di impresa più in generale;
- ammissibilità di forme di impresa variegata (es. ditte individuali) e di piani di sviluppo presentati da liberi professionisti;

<sup>95</sup> Cfr. Capitolo 4 (Insegnamenti tratti da strumenti analoghi) e capitolo 5 (Strategia di Investimento).

- superamento della logica del cofinanziamento bancario;
- varietà delle spese ammissibili previste;
- capitalizzazione dell'ampia esperienza di gestione accumulata da Finlombarda S.p.A.;
- modalità di istruttoria più semplificate e criteri di valutazione coerenti con l'Obiettivo specifico del POR di ampliamento del sistema produttivo lombardo e del numero di imprese nuove o riavviate;
- compatibilmente con i vincoli regolamentari UE e nazionali, procedimenti amministrativi finalizzati a rendere più tempestivamente fruibili le risorse finanziarie e/o i servizi alle *start up* selezionate, anche con l'impiego di strumenti informatici *ad hoc*;
- chiara comunicazione ai destinatari, in modo da facilitare la corretta comprensione degli obiettivi della Linea e delle sue modalità di funzionamento.

## 5. STRATEGIA DI INVESTIMENTO

In coerenza con le linee guida sulla Valutazione ex ante degli strumenti finanziari “*Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period*”, elaborate dalla Banca europea per gli Investimenti e dalla Commissione europea, il presente capitolo attua quanto disposto dall'Art. 37 del Reg. (UE) 1303/2013, lett. e), che prevede che la Valutazione ex ante degli strumenti finanziari includa: “*la strategia di investimento proposta, compreso un esame delle opzioni per quanto riguarda le modalità di attuazione ai sensi dell'articolo 38, i prodotti finanziari da offrire, i destinatari finali e, se del caso, la combinazione prevista con il sostegno sotto forma di sovvenzioni*”. Il presente capitolo fornisce informazioni relativamente a:

- descrizione della Strategia di investimento proposta, dei prodotti finanziari da offrire e dei destinatari finali previsti;
- esame delle opzioni per quanto riguarda le modalità di attuazione ai sensi dell'articolo 38 del Regolamento (UE) n.1303/2013.

### 5.1 Come nasce la proposta dello Strumento Finanziario

La Strategia di investimento di Regione Lombardia per gli strumenti finanziari a valere sul POR FESR 2014-2020 contribuisce alla realizzazione della Strategia dell'UE “Europa 2020” e del POR FESR, volta alla promozione di una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva. La strategia di investimento proposta nasce infatti dalla priorità della Regione di intervenire a sostegno del sistema imprenditoriale e della competitività delle imprese, che hanno risentito in misura significativa della crisi finanziaria, vedendo ridursi la propria capacità di promuovere investimenti e progetti innovativi. La strategia attua i principi guida della LR n. 11/2014 “Impresa Lombardia: per la libertà di impresa, il lavoro e la competitività”, finalizzata al rilancio della competitività del sistema economico lombardo attraverso lo sviluppo di un ambiente favorevole per le imprese, in linea anche con quanto proposto dallo *Small Business Act*.

In questo quadro, Regione Lombardia ha avviato uno specifico percorso di sviluppo delle politiche di sostegno al sistema produttivo particolarmente rilevante per gli SF previsti da Regione Lombardia, la “*Strategia Innovalombardia per la ricerca e l'innovazione delle imprese*”, la nuova Strategia di Regione Lombardia, che ha l'obiettivo di attivare direttamente sul territorio 1 miliardo di euro di investimenti per il rafforzamento del sistema produttivo lombardo e l'innalzamento dell'incidenza della spesa in Ricerca e Sviluppo (R&S) in Lombardia<sup>96</sup>.

La Linea *Start e Re Start* costituisce una delle due linee di finanziamento incluse nella strategia Innovalombardia, con l'obiettivo di sostegno alla nascita di nuove imprese e agli investimenti nel capitale di rischio delle imprese<sup>97</sup>.

---

<sup>96</sup> Delibera della Giunta Regionale n. X/2448 del 7/10/2014.

<sup>97</sup> La Strategia Innovalombardia prevede anche:

- la Linea Ricerca e Sviluppo, per il finanziamento degli investimenti in Ricerca e Sviluppo (R&S) da parte di singole MPMI e da parte di aggregazioni di imprese e di organismi di ricerca;

La Linea *Start e Re Start* e la Linea *Sidecar* sono in particolare espressione del nuovo Programma Regionale a Sostegno delle *Start up*<sup>98</sup>, che prevede una gamma di agevolazioni integrate e complementari volte a favorire la nascita e lo sviluppo di nuove imprese, innovative e tradizionali. I due strumenti finanziari sono infatti strutturati in modo complementare:

- la Linea *Start e Re Start* è uno strumento di debito derivante dalla rimodulazione dell'iniziativa *Start Up e Re Start* nell'ambito del Fondo FRIM, Linea di intervento 8, per tener conto dell'esperienza pregressa<sup>99</sup>;
- la Linea *Sidecar* è uno strumento di investimento in capitale di rischio dedicato alle *start up* ad alto potenziale di crescita.

A tali strumenti finanziari si affiancano misure di accompagnamento (anche tramite *voucher*) nell'ambito di un sistema coordinato di assistenza e supporto alle imprese lombarde.

Inoltre, si prevede la massimizzazione delle sinergie con altre iniziative, quali:

- il Piano europeo Garanzia Giovani, per la parte relativa al sostegno all'autoimpiego e all'autoimprenditorialità di giovani tra i 18 e i 29 anni, al fine di sostenere, anche in collaborazione con il Sistema Camerale, piccole iniziative imprenditoriali, da parte di giovani che non studiano e non lavorano (NEET);
- la piattaforma *Open Innovation*, al fine di facilitare l'incontro di domanda e offerta di innovazione e di risorse finanziarie.

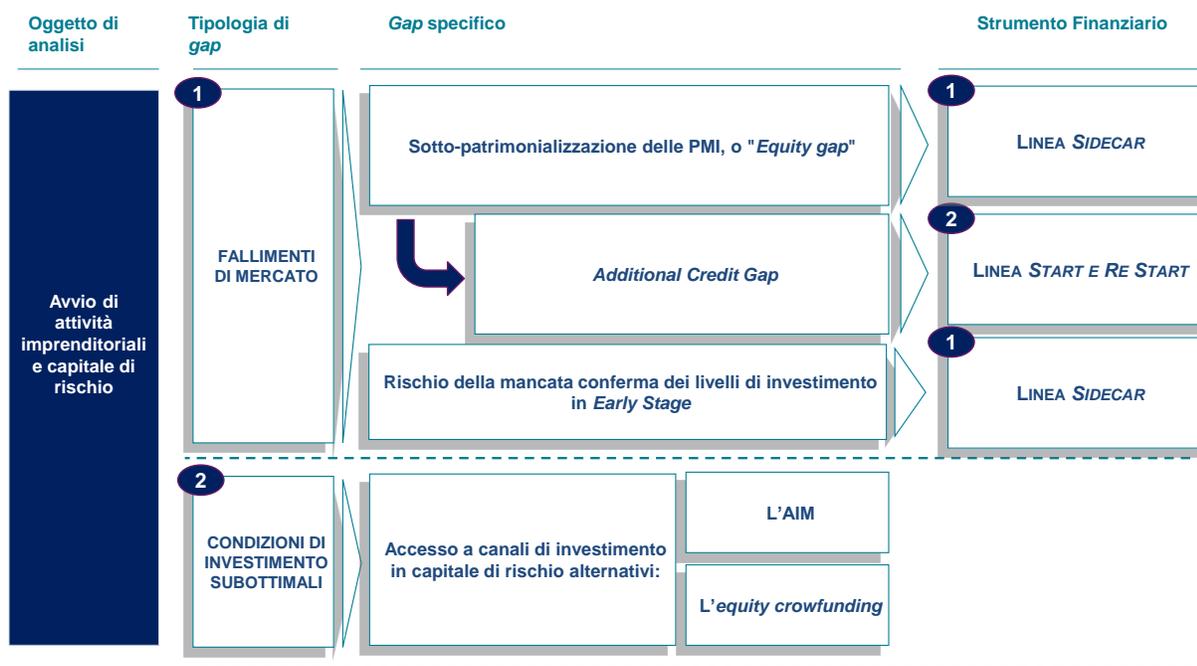
Gli strumenti finanziari previsti da Regione Lombardia rappresentano una prima importante risposta ai fallimenti di mercato e alle condizioni di investimento subottimali individuati a seguito della *gap analysis*, come riepilogato nella tabella che segue.

- 
- la Linea Innovazione, finalizzata a sostenere investimenti per l'introduzione di innovazioni di prodotto o di processo e la diffusione di modelli di *business* innovativi da parte delle imprese lombarde, comprese le imprese appartenenti al terziario;
  - tre filoni di iniziative a supporto delle imprese volte a potenziare l'ecosistema dell'innovazione attraverso la promozione dell'*Open Innovation* e dei *Cluster* tecnologici regionali; l'offerta di servizi per l'innovazione e il trasferimento tecnologico transnazionale; il sostegno ai progetti infrastrutturali di R&I e alla domanda di innovazione della Pubblica Amministrazione attraverso gli appalti pre-commerciali, in grado di mobilitare indirettamente ulteriori investimenti sul territorio.

<sup>98</sup> Delibera della Giunta Regionale n. X/3130 del 6/02/2015.

<sup>99</sup> Cfr. Capitolo 4 (Insegnamenti tratti da strumenti analoghi).

**Tabella 31 - Contributo degli SF 2014-2020 alla mitigazione dei gap individuati nella gap analysis**



La tabella successiva fornisce una sintesi grafica della Strategia di investimento di Regione Lombardia per gli strumenti finanziari a valere sul POR FESR 2014-2020, ovvero della tipologia e delle caratteristiche degli strumenti da implementare e dei destinatari finali previsti.

La Linea Start e Re Start viene inoltre presentata nel dettaglio nel prosieguo del presente paragrafo.

**Tabella 32 - Strategia di investimento degli strumenti finanziari previsti a valere sul POR FESR Lombardia 2014-2020**

Bisogno	Strumento Finanziario	Prodotto finanziario	Destinatari target
Avvio di attività imprenditoriali e capitale di rischio	1 LINEA START E RE START	<ul style="list-style-type: none"> <li>Finanziamento a tasso agevolato a copertura delle spese ammissibili relative agli investimenti funzionali all'avvio e/o al rilancio dell'attività</li> </ul> <p><i>I destinatari beneficeranno inoltre di un contributo a fondo perduto a copertura delle spese relative alla redazione Business Plan/Piano di Sviluppo Professionale</i></p>	<p><b>Start Imprese</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>PMI costituite da non più di 24 mesi, con sede legale e/o operativa in Lombardia</li> <li>Aspiranti imprenditori (la cui impresa risulti attiva e iscritta al registro delle imprese entro 90 giorni dal Decreto di concessione dell'agevolazione)</li> </ul> <p><b>Start Professioni</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Liberi professionisti, in forma singola o "associata" (con specifici requisiti)</li> </ul> <p><b>Re Start</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Newco, che abbiano acquisito o intendano acquisire asset/rami aziendali di aziende pre-esistenti</li> <li>Imprese pre-esistenti con un Piano di Rilancio Aziendale approvato da RL (ex Decreti n. 7623/2013 e 10210/2014 e smi)</li> </ul>
	2 LINEA SIDE CAR	[In corso di definizione]	

## 5.2 La Strategia di investimento

### 5.2.1 Linea Start e Re Start

La Linea *Start e Re Start* è volta a favorire e stimolare l'imprenditorialità lombarda, con riferimento sia alla nascita e allo sviluppo di nuovi soggetti imprenditoriali (imprese e liberi professionisti) che al rilancio di imprese esistenti, al fine di ridurre il tasso di mortalità e accrescere le opportunità per la loro affermazione sul mercato.

La Linea *Start e Re Start* ha infatti due obiettivi:

- “*Start*”, ovvero favorire l'avvio di nuove iniziative imprenditoriali, a supporto dell'autoimprenditorialità, della creazione di impresa e dell'autoimpiego;
- “*Re Start*”, per favorire il rilancio di imprese pre-esistenti, anche tramite la costituzione di nuove società (*NewCo*).

La Linea *Start e Re Start* rappresenta un'evoluzione e rimodulazione del Fondo FRIM *Start up e Re Start* (Linea 8), al fine di garantire una maggiore aderenza alle esigenze e ai bisogni delle diverse forme di *start up* e di rilancio aziendale.

Lo strumento finanziario contribuisce ad attuare l'azione III.3.a.1.1 del POR, “*Interventi di supporto alla nascita di nuove imprese sia attraverso incentivi diretti, sia attraverso l'offerta di servizi, sia attraverso interventi di micro finanza*”.

Nello schema di seguito riportato vengono delineate le caratteristiche principali della Linea *Start e Re Start*.

**Tabella 33 - La Linea Start e Re Start**

<b>DOTAZIONE</b>	30 €/mln a valere sul POR FESR Lombardia 2014-2020. Si aggiungono ulteriori 5,8 €/mln per l'implementazione dei servizi di affiancamento alle imprese ammesse all'agevolazione.
<b>SOGGETTI BENEFICIARI</b>	L'intervento <b>Start</b> si rivolge a due gruppi di beneficiari: <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Start Imprese</b>, che include: aspiranti imprenditori, imprese neo-costituite (PMI);</li> <li>• <b>Start Professioni</b>, che include Liberi professionisti, singoli o associati.</li> </ul> <b>Re Start</b> è rivolto a: <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Newco</b>, che abbiano acquisito o intendano acquisire asset/rami aziendali di aziende pre-esistenti</li> <li>• <b>Imprese pre-esistenti</b>, che risultino beneficiarie ai sensi del bando - “Piano di Rilancio Aziendale” (ex Decreti n. 7623/2013 e 10210/2014 e smi)<sup>100</sup>.</li> </ul>

<sup>100</sup> In corso di valutazione la possibilità di inserire, come requisito aggiuntivo, anche la presenza di altri atti/processi che identifichino l'impresa in fase di rilancio, tra cui il Piano di Risanamento Industriale, così come disciplinato dal Decreto Legge n. 35 del 14 marzo 2005 e smi.

	Potranno essere valutati eventuali criteri di premialità quali ad esempio: (i) ricadute interne positive per i lavoratori, attraverso introduzione di metodologie e strumenti di Smart Working; (ii) ricadute esterne positive per gli utenti, attraverso l'introduzione di prodotti e servizi che garantiscano un impatto sociale positivo sul territorio (Social Innovation); (iii) collaborazioni con università e centri di ricerca; (iv) ricadute positive sull'indotto e valorizzazione della filiera; (v) collegamento con il percorso garanzia giovani
<b>OGGETTO DELL'INTERVENTO</b>	
<b>Finalità</b>	Favorire: <ul style="list-style-type: none"> <li>• l'avvio di nuove iniziative imprenditoriali, a supporto dell'auto-imprenditorialità, della creazione di impresa e dell'auto-impiego ("Start")</li> <li>• il rilancio di imprese pre-esistenti, anche tramite la costituzione di nuove società (Newco) ("Re Start")</li> </ul>
<b>Interventi ammissibili</b>	Investimenti per spese funzionali all'avvio e/o il potenziamento di imprese neo-costituite o in fase di ristrutturazione, oppure per spese funzionali all'avvio e/o il potenziamento di attività di lavoro libero – professionale, anche attraverso la nascita di studi professionali. Le spese ammissibili potranno ricomprendere a titolo esemplificativo: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Spese per servizi di accompagnamento (quale ad es. la predisposizione del Business Plan o del Piano di Sviluppo Professionale) o per altre tipologie di servizi strettamente funzionali all'avvio d'impresa;</li> <li>• Spese per investimenti strettamente funzionali all'avvio di impresa o dell'attività di lavoro libero-professionale quali: asset materiali; asset Immateriali; scorte; spese per il personale; spese generali.</li> </ul>
<b>Durata dell'intervento</b>	Fino a 18 mesi
<b>Tipologia di agevolazione</b>	Strumento combinato composto da una quota a titolo di contributo a fondo perduto e da una quota a titolo di finanziamento a tasso agevolato, con un peso preponderante della componente rotativa.
<b>Intensità di aiuto</b>	L'agevolazione potrà concorrere sino al 100% della spesa complessiva ammissibile, nel rispetto del Reg. (UE) n. 1407/2013 (cd <i>de minimis</i> ).
<b>Caratteristiche dell'agevolazione</b>	Con riferimento alla componente a titolo di finanziamento agevolato, il finanziamento sarà a medio termine con risorse a valere esclusivamente sul fondo regionale, con un tasso pari a zero <sup>101</sup> .

<sup>101</sup> In una fase successiva si potrà eventualmente valutare un innalzamento fino ad un massimo dello 0,5%, sulla base dell'andamento dei tassi di mercato di riferimento e dell'iniziativa.

### 5.3 Esame delle opzioni per quanto riguarda le modalità di attuazione

L'Art. 38 del Reg. (UE) 1303/2013 precisa le possibili opzioni relative alle strutture di gestione degli strumenti finanziari attivabili a valere sul POR FESR 2014-2020 e le modalità di scelta del Soggetto Gestore. Di seguito tali opzioni vengono esaminate per lo strumento finanziario attivabile a valere sul POR FESR Lombardia 2014-2020.

#### 5.3.1 Linea Start e Re Start

Come precisato al paragrafo 2.2 (Coerenza con altre forme di intervento pubblico), la “Linea Start e Re Start” prevista da Regione Lombardia ha una platea di destinatari e modalità di funzionamento diverse dagli strumenti finanziari istituiti a livello comunitari comparabili (la *SME Venture Capital* dell’iniziativa InnovFin nel programma Horizon2020 e la *Equity Facility for Growth* entro il programma COSME). Pertanto, risulta preferibile optare per strutture istituite a livello del Programma e gestite dall’Autorità di Gestione o sotto la sua responsabilità.

Dato lo schema di funzionamento previsto, risulta inoltre preferibile non conferire i contributi del Programma a un “Fondo di Fondi”, che a sua volta trasferisce tali contributi a diversi strumenti finanziari, ma strutturare direttamente uno strumento finanziario. Tale strumento dovrà essere nuovo, date le differenze tra la “Linea Start e Re Start” e gli strumenti finanziari già esistenti e al fine di poter modificare gli elementi di tali strumenti che hanno comportato difficoltà attuative.

Al fine di scegliere il Soggetto Gestore, risulta possibile mantenere il modello organizzativo degli strumenti finanziari implementati a valere su risorse POR FESR 2007-2013, affidando quindi l’attuazione dello strumento finanziario a istituzioni finanziarie stabilite in uno Stato Membro che perseguono obiettivi di interesse pubblico sotto il controllo di un’Autorità pubblica. Finlombarda S.p.A. è una società interamente controllata da Regione Lombardia che svolge attività nell’ambito del sistema regionale secondo il modello dell’ “*in house providing*”, concorrendo all’attuazione dei programmi regionali di sviluppo economico, sociale e del territorio, ed opera in qualità di Intermediario finanziario iscritto all’elenco speciale di cui all’Art. 107 del TUB.

Il modello di *governance* dello strumento potrà prevedere altresì l’impiego di una Cabina di Regia, finalizzata ad orientare e valutare l’operato della Linea, evidenziando eventuali criticità e suggerendo possibili correzioni, quale buona prassi sviluppata nella gestione dei precedenti strumenti nella programmazione 2007-2013.

### 5.4 Combinazione prevista con il sostegno sotto forma di sovvenzioni

#### 5.4.1 Linea Start e Re Start

Come precedentemente indicato, la Linea Start e Re Start si caratterizza quale strumento combinato, ovvero include:

- sia un finanziamento agevolato per spese per investimenti funzionali all'avvio e/o al potenziamento di imprese (inclusi aspiranti imprenditori) neo-costituite o in fase di ristrutturazione, oppure all'avvio e/o al potenziamento di attività di lavoro libero – professionale, anche attraverso la nascita di studi professionali;
- sia un contributo a fondo perduto.

L'ammissione all'agevolazione è subordinata alla presentazione e alla valutazione positiva di un *Business Plan*, nel caso delle imprese, o di un Piano di Sviluppo Professionale, nel caso dei liberi professionisti (che espliciti l'attività libero professionale che il professionista svolge o che intende svolgere e le finalità del programma di investimento presentato).

Si segnala inoltre che le imprese ammesse all'agevolazione potranno beneficiare di servizi di affiancamento nel corso della realizzazione dei rispettivi investimenti. Per tali servizi è prevista una dotazione di 5,8 milioni di euro.

## 6. RISULTATI ATTESI

Il presente capitolo attua quanto disposto dall'Art. 37 del Reg. (UE) 1303/2013, lett. f), che prevede che la Valutazione ex ante degli strumenti finanziari includa: *“un'indicazione dei risultati attesi e del modo in cui si prevede che lo strumento finanziario considerato contribuisca al conseguimento degli obiettivi specifici della pertinente priorità, compresi gli indicatori per tale contributo”*.

Più in particolare, in coerenza con le linee guida sulla Valutazione ex ante degli strumenti finanziari *“Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period”*, elaborate dalla Banca europea per gli Investimenti e dalla Commissione europea, il presente capitolo fornisce indicazioni relativamente a:

- risultati attesi degli strumenti finanziari attivabili a valere sul POR FESR Lombardia 2014-2020;
- contributo degli strumenti finanziari attivabili all'attuazione degli Obiettivi del POR FESR Lombardia 2014-2020;
- sistema di monitoraggio degli strumenti finanziari.

### 6.1 Risultati attesi

L'Art. 26 del Reg. (UE) 1303/2013 prevede che l'attuazione dei Fondi Strutturali e di Investimento europei (SIE) venga monitorata tramite indicatori finanziari relativi alla spesa assegnata, indicatori di *output* relativi alle operazioni finanziate e indicatori di risultato relativi alla Priorità interessata. Il Reg. (UE) n. 1301/2013, relativo al FESR, definisce gli indicatori comuni di *output* da adottare. Inoltre, gli Artt. 21 e 22 del Reg. (UE) 1303/2013 prevedono che ciascun Programma identifichi dei *target* da raggiungere entro il 2018 ed entro il 2023, ai fini della verifica di efficacia dell'attuazione (cd *“Quadro di riferimento dei risultati”*).

#### 6.1.1 Linea Start e Re Start

Le tabelle che seguono illustrano a quali indicatori di risultato e di output del POR contribuisce la Linea *Start e Re Start*.

**Tabella 34 – Contributo dello strumento finanziario agli indicatori di risultato del POR FESR Lombardia 2014-2020**

Indicatori di risultato del POR FESR Lombardia 2014- 2020							
Asse/Obiettivo specifico	Indicatore	Unità di misura	Valore di base	Anno di riferimento	Target intermedio (2018)	Valore obiettivo al 2023	SF che contribuisce a raggiungere il valore obiettivo/target
Asse III/Ob. 3a.1 Nascita e consolidamento delle micro, piccole e medie imprese	Tasso di sopravvivenza delle imprese nei 5 anni successivi	%	49,10	2011		55,00	Linea <i>Start e Re Start</i>

**Tabella 35 – Contributo dello strumento finanziario agli indicatori di output del POR FESR Lombardia 2014-2020**

Indicatori di output del POR FESR Lombardia 2014- 2020					
Asse / Obiettivo specifico	Indicatore	Unità di misura	Target intermedio (2018)	Valore obiettivo (2023)	SF che contribuisce a raggiungere il valore obiettivo
Asse III/Ob. 3a.1 Nascita e consolidamento delle micro, piccole e medie imprese	Numero di imprese che ricevono un sostegno	n.	n.a.	260	<b>Linea Start e Re Start</b>
	Numero di nuove imprese che ricevono un sostegno	n.	n.a.	260	
	Crescita dell'occupazione nelle imprese beneficiarie di un sostegno	n.	n.a.	520	
Asse III	Numero di imprese che ricevono un sostegno	n.	1.057	5.637	
	Numero di nuove imprese che ricevono un sostegno	n.	67	260	

## 6.2 Contributo dello Strumento Finanziario agli Obiettivi Strategici

### 6.2.1 Linea Start e Re Start

Lo strumento Linea *Start e Re Start* si caratterizza come attuativo dell'Obiettivo del POR FESR Lombardia 2014-2020 di nascita e consolidamento delle micro, piccole e medie imprese (Obiettivo specifico 3.a.1), nell'ambito dell'Asse prioritario III "*Promuovere la competitività delle piccole e medie imprese*" del POR, dato che lo SF è direttamente rivolto a favorire l'avvio di nuove iniziative imprenditoriali ("*Start*") e il rilancio di imprese pre-esistenti ("*Re Start*"). La dotazione della Linea è infatti allocata sull'Asse III del POR (30 milioni di euro).

In particolare, la Linea *Start e Re Start* attua l'Azione III.3.a.1.1 del POR, che prevede "*Interventi di supporto alla nascita di nuove imprese sia attraverso incentivi diretti, sia attraverso l'offerta di servizi, sia attraverso interventi di micro-finanza*".

## 6.3 Il processo di monitoraggio e controllo

Le funzioni di monitoraggio degli strumenti finanziari saranno svolte da differenti attori, secondo un processo a cascata che assicurerà che l'implementazione, a ciascun livello, sia controllata da un attore di livello superiore. Tali soggetti sono:

- Autorità di Gestione del POR FESR 2014-2020, responsabile del POR e titolare della dotazione finanziaria dello strumento finanziario;
- Responsabile di Asse, individuato nell'ambito della Direzione Generale di riferimento in qualità di Responsabile operativo;
- Cabina di Regia Fondi Strutturali 2014-2020, con funzioni di indirizzo e condivisione rispetto alla programmazione delle iniziative da intraprendere nell'ambito dei POR FESR

e FSE relativamente ai singoli Assi e quindi con il compito di orientare e valutare l'operato delle Linee di intervento;

- Soggetto Gestore, incaricato di implementare e gestire gli strumenti finanziari<sup>102</sup>;
- Imprese - destinatari ultimi degli strumenti finanziari.

Il sistema di monitoraggio degli strumenti finanziari avviene a tre livelli: Commissione europea, Autorità di Gestione e Soggetto Gestore. Tale sistema dovrà permettere all'Autorità di Gestione di disporre di tutte le informazioni utili per seguire l'attuazione di ciascuno strumento e i progressi nel raggiungimento dei relativi risultati, ai fini di governo dell'operazione, ma anche ai fini di informazione al Comitato di Sorveglianza e alla Commissione europea. È quindi necessario che l'Accordo di Finanziamento con il Soggetto Gestore includa, per ogni strumento Finanziario, disposizioni relative al *reporting* che permettano all'Autorità di Gestione stessa di disporre delle informazioni tempestive sui progressi delle operazioni e dei dati relativi agli indicatori pertinenti.

Gli strumenti di monitoraggio previsti per l'organizzazione delle informazioni ai vari livelli del processo di attuazione degli strumenti finanziari sono classificabili come segue:

- *Report* - documenti di trasmissione delle informazioni relative alla performance e all'andamento dello strumento;
- *Verifiche in loco* - controlli in loco, previsti a campione, da parte dei soggetti che effettuano il monitoraggio presso i livelli inferiori allo scopo di individuare eventuali irregolarità nel processo di attuazione dello strumento.

In relazione all'attività di reportistica, il Soggetto Gestore trasmetterà all'Autorità di Gestione con cadenza trimestrale un *report* dettagliato inerente le domande presentate, le agevolazioni concesse, le erogazioni effettuate, l'esito di eventuali controlli, i contenziosi e le revoche nonché la situazione finanziaria degli impieghi, degli impegni e delle disponibilità degli strumenti finanziari, ivi compresa la gestione di tesoreria.

In relazione all'attività di verifica, il Soggetto Gestore effettuerà verifiche in loco nei confronti dei destinatari finali degli interventi.

Il Soggetto Gestore trasmetterà inoltre all'Autorità di Gestione una Relazione annuale secondo le indicazioni di cui all'Art. 46 del Reg. 1303/2013 e l'Art. 2 del Reg. (UE) n. 821/2014.

Per l'elaborazione dei dati, il Soggetto Gestore si avvarrà del sistema informativo messo a disposizione da Regione Lombardia. Gli strumenti finanziari verranno infatti interamente gestiti sul supporto informatico fornito da Regione Lombardia già a partire dalla presentazione della domanda di agevolazione; la gestione informatizzata della procedura agevolerà l'ottenimento di un esauriente corredo informativo per le varie classi di dati (finanziario, fisico e procedurale) allo scopo di rispondere adeguatamente alle richieste informative del Sistema Nazionale di Monitoraggio e della Commissione europea, incluso l'obbligo di assicurare, entro il 31/12/2015, che i Beneficiari del POR possano trasmettere dati e documenti per via esclusivamente informatica, ex Art. 122 del Reg. (UE) 1303/2013.

---

<sup>102</sup> Inoltre, sarà valutata la possibilità di introdurre un Comitato di Valutazione per ciascun SF, competente a deliberare sulle domande di prestito/controgaranzia ricevute.

In relazione alla tenuta della documentazione, il Soggetto Gestore conserverà la documentazione a supporto dell'operatività degli SF secondo le previsioni della normativa europea di cui all'Art. 9 del Reg. (UE) n. 480/2014 e s.m.i.. Esso consentirà, in ogni momento, a funzionari regionali o soggetti terzi da questi designati, a funzionari ministeriali, alla Commissione europea, nonché alla Corte dei Conti europea, l'ispezione e il controllo della documentazione relativa alla gestione dello strumento finanziario, nonché visite e sopralluoghi.

Inoltre gli atti attuativi che regoleranno le operazioni dovranno prevedere che le imprese destinatarie siano obbligate a conservare e mettere a disposizione della Commissione europea, della Corte dei Conti, della Regione o dei soggetti da questa designati, tutta la documentazione e le scritture contabili inerenti le operazioni finanziate, nonché consentire visite e sopralluoghi nel rispetto della stessa normativa europea.

Tutte le disposizioni di cui sopra saranno dettagliate in un Documento di Monitoraggio e Controllo che conterrà il dettaglio delle attività in capo ai diversi soggetti (pista di controllo), le modalità di svolgimento delle stesse, i format di *checklist*, ecc. e che verrà approvato nelle modalità previste.

## 7. DISPOSIZIONI DI RIESAME DELLA VALUTAZIONE EX ANTE

Il presente capitolo attua quanto disposto dall'Art. 37 del Reg. (UE) 1303/2013, lett. g), che prevede che la Valutazione ex ante degli strumenti finanziari includa: “*disposizioni che consentano di procedere, ove necessario, al riesame e all'aggiornamento della valutazione ex ante durante l'attuazione di qualsiasi strumento finanziario attuato in base a tale valutazione, se durante la fase di attuazione l'Autorità di Gestione ritiene che la valutazione ex ante non possa più rappresentare con precisione le condizioni di mercato esistenti al momento dell'attuazione*”.

### 7.1 I soggetti

Nell'ambito della *Governance* di ciascuno strumento finanziario sono due i soggetti titolati a chiedere il riesame della Valutazione ex ante: l'Autorità di Gestione e la Cabina di Regia Fondi Strutturali 2014-2020<sup>103</sup>.

L'Autorità di Gestione, in quanto responsabile della gestione del POR, conformemente al principio della sana gestione finanziaria, può stabilire autonomamente la necessità di riesaminare la Valutazione ex ante e ne dà informazione al Comitato di Indirizzo dello strumento illustrandone le motivazioni.

La Cabina di Regia è presieduta dall'Autorità di Gestione dei POR e composta dai Direttori delle Direzioni Generali presso le quali è allocata la responsabilità di uno o più Assi dei POR FSE e FESR. La Cabina di Regia ha il compito di orientare la strategia e verificare il mantenimento della coerenza tra le finalità delle iniziative e l'operatività della misura di intervento e potrà essere chiamata, anche sulla base delle evidenze emerse nel corso della sua attività, a valutare l'opportunità di modificare, integrare o emendare gli strumenti.

La necessità di procedere ad attivare misure correttive può derivare da molteplici fattori e in ogni caso richiede un attento riesame e modifica della Valutazione ex ante.

Se, in fase di *design* degli strumenti finanziari, la Valutazione ex ante rappresenta il documento propedeutico alla loro effettiva realizzazione, in fase di modifica parimenti tale Valutazione ex ante deve dare evidenza dell'esigenza per la quale si intende applicare la modifica.

### 7.2 Il meccanismo di riesame e aggiornamento

Il meccanismo di riesame della Valutazione ex ante prevede che, su esplicita determinazione della Cabina di Regia e/o dell'Autorità di Gestione, anche su proposta dei Responsabili di Asse, l'Autorità di Gestione proceda a rivedere il documento e ad aggiornarlo ove necessario.

Gli esiti del riesame condotto dall'Autorità di Gestione dovranno essere portati all'attenzione della Cabina di Regia.

---

<sup>103</sup> Cfr. Decreto n. 1485 del 27/02/2015 avente ad oggetto “Funzioni di responsabilità in capo alle Direzioni Generali per l'attuazione dei programmi operativi regionali FESR e FSE 2014-2020 e strumenti di coordinamento interno per la programmazione europea”.

Sarà poi l'Autorità di Gestione in quanto responsabile ultimo delle attività dello strumento finanziario a stabilire se, a seguito del riesame e aggiornamento della Valutazione ex ante, gli strumenti finanziari esaminati nel presente documento debbano essere modificati, integrati e/o emendati; inoltre, se del caso, si provvederà altresì a modificare il pertinente Accordo di Finanziamento tra Autorità di Gestione e Soggetto Gestore.

## APPENDICE

## Glossario

Termine	Definizione
<b>Accordo di Finanziamento</b>	<p>Accordo contenente i termini e le condizioni per i contributi dei programmi agli strumenti finanziari, conformemente all'allegato III del Reg. (UE) n. 1303/2013 ai livelli seguenti:</p> <p>a) ove applicabile, tra i rappresentanti debitamente autorizzati dell'Autorità di Gestione e l'organismo che attua il Fondo di Fondi;</p> <p>b) tra i rappresentanti debitamente autorizzati dell'Autorità di Gestione o, ove applicabile, l'organismo che attua il Fondo di Fondi e l'organismo che attua lo strumento finanziario (Reg. (UE) n. 1303/2013).</p>
<b>Alternative Investment Market (AIM Italia)</b>	<p>AIM Italia è un sistema che permette lo scambio organizzato dei titoli azionari delle società, costituito nel 2012 dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC con l'obiettivo di facilitare la quotazione delle PMI.</p>
<b>Aiuti di Stato</b>	<p>Gli aiuti rientranti nell'ambito di applicazione dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE - Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea che, ai fini del Reg. (UE) n. 1303/2013, si considerano includere anche gli aiuti <i>de minimis</i> ai sensi del Reg. (CE) n. 1407/2013 della Commissione europea, del Reg. (CE) n. 1535/2007 della Commissione e del Reg. (CE) n. 875/2007 della Commissione (Reg. (UE) n. 1303/2013).</p>
<b>Beneficiario</b>	<p>Un organismo pubblico o privato e, solo ai fini del regolamento FEASR - Fondo Europeo Agricolo per lo Sviluppo Rurale e del regolamento FEAMP - Fondo Europeo per gli Affari Marittimi e la Pesca, una persona fisica, responsabile dell'avvio o dell'avvio e dell'attuazione delle operazioni; nel quadro dei regimi di aiuti di Stato, l'organismo che riceve l'aiuto; nel quadro degli strumenti finanziari ai sensi del Titolo IV della Parte II del presente Regolamento, l'organismo che attua lo strumento finanziario ovvero, se del caso, il Fondo di Fondi (Reg. (UE) n. 1303/2013).</p>
<b>Conto di garanzia</b>	<p>Un conto bancario oggetto di un accordo scritto tra un'Autorità di Gestione, o un Organismo Intermedio, e l'organismo che attua uno strumento finanziario, o, nel caso di un'operazione PPP (Partenariato Pubblico Privato), un accordo scritto tra un organismo pubblico beneficiario e il partner privato approvato dall'Autorità di Gestione, o da un Organismo Intermedio, aperto specificatamente per detenere Fondi che saranno erogati dopo il periodo di ammissibilità, esclusivamente per gli scopi di cui all'articolo 42, paragrafo 1, lettera c), all'articolo 42, paragrafi 2 e 3, e dall'articolo 64 del Reg. (UE) n. 1303/2013, oppure un conto bancario aperto sulla base di</p>

Termine	Definizione
	condizioni che offrano garanzie equivalenti circa i pagamenti effettuati tramite i Fondi (Reg. (UE) n. 1303/2013).
<b>Crowdfunding</b>	Indica il processo tramite il quale più soggetti (" <i>crowd</i> " dall'inglese "folla") conferiscono somme di denaro ( <i>funding</i> ), anche di modesta entità, allo scopo di finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere (es. eventi) utilizzando siti internet (c.d. "Piattaforma" o "portale").
<b>Destinatario finale</b>	Una persona fisica o giuridica che riceve sostegno finanziario da uno strumento finanziario (Reg. (UE) n. 1303/2013).
<b>Effetto moltiplicatore (effetto leva)</b>	Il contributo dell'Unione europea a uno strumento finanziario è inteso a mobilitare un investimento globale che supera l'entità del contributo dell'UE conformemente agli indicatori previamente definiti (Reg. (UE, EURATOM) n. 966/2012).
<b>Equity crowdfunding</b>	Tipologia che prevede che l'investitore, tramite l'investimento <i>online</i> , acquisti un titolo di partecipazione in una società acquisendo i relativi diritti patrimoniali e amministrativi.
<b>Fondo di Fondi</b>	Un Fondo istituito con l'obiettivo di fornire sostegno mediante un Programma o Programmi a diversi strumenti finanziari. Qualora gli strumenti finanziari siano attuati attraverso un Fondo di Fondi, l'organismo che attua il Fondo di Fondi è considerato l'unico Beneficiario (Cfr. nozione "Beneficiario") (Reg. (UE) n. 1303/2013).
<b>Investimento azionario</b>	Il conferimento di capitale a un'impresa, investito direttamente o indirettamente in contropartita della totale o parziale proprietà di quella stessa impresa laddove l'investitore azionario può assumere un certo controllo della gestione e condividere gli utili (Reg. (UE, EURATOM) n. 966/2012).
<b>Investimento quasi azionario</b>	Un tipo di finanziamento che si colloca tra investimento e debito e ha un rischio più elevato del debito privilegiato e un rischio inferiore rispetto al patrimonio di qualità primaria. Gli investimenti quasi azionari possono essere strutturati come debito, di norma non garantito e subordinato e in alcuni casi convertibile in azioni o azioni privilegiate (Reg. (UE, EURATOM) n. 966/2012).
<b>Operazione</b>	Un progetto, un contratto, un'azione o un gruppo di progetti selezionati dalle Autorità di Gestione dei Programmi o sotto la loro responsabilità, che contribuisce alla realizzazione degli obiettivi di una o più priorità correlate; nel contesto degli strumenti finanziari, un'operazione è costituita dai contributi finanziari di un Programma agli strumenti finanziari e dal successivo sostegno finanziario fornito da tali strumenti finanziari (Reg. (UE) n. 1303/2013).

Termine	Definizione
<b>PMI</b>	Le microimprese, le piccole imprese o le medie imprese quali definite nella Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione (Reg. (UE) n. 1303/2013).
<b>Prestito</b>	Un accordo ai sensi del quale il mutuante è tenuto a mettere a disposizione del mutuatario una somma convenuta di denaro per un periodo di tempo concordato e in forza del quale il mutuatario è tenuto a ripagare tale importo entro il termine concordato (Reg. (UE, EURATOM) n. 966/2012).
<b>Start up innovativa</b>	Società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, e che risultino in possesso dei requisiti previsti dall'art. 25, comma 2 del Decreto Legge n. 179 del 18/10/2012, convertito con modificazioni in Legge n. 221 del 17/12/2012.
<b>Strumenti finanziari</b>	Gli strumenti finanziari quali definiti nel Regolamento (UE, EURATOM) n. 966/2012, salvo disposizioni contrarie del Reg. (UE) n. 1303/2013. Le misure di sostegno finanziario dell'Unione europea fornite a titolo complementare dal bilancio per conseguire uno o più obiettivi strategici specifici dell'UE. Tali strumenti possono assumere la forma di investimenti azionari o quasi azionari, prestiti o garanzie, o altri strumenti di condivisione del rischio, e possono, se del caso, essere associati a sovvenzioni (Reg. (UE, EURATOM) n. 966/2012).
<b>Strumento di condivisione del rischio</b>	Uno strumento finanziario che consente la condivisione di un determinato rischio tra due o più entità, se del caso in contropartita di una remunerazione convenuta (Reg. (UE, EURATOM) n. 966/2012).

## Riferimenti normativi

- Accordo di Partenariato per l'Italia
- Decreto Legge n. 3 del 24/1/2015, "Disposizioni urgenti per il sistema bancario e gli investimenti", convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33
- Decreto Legge n. 179 del 18/10/2012, "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese", convertito con modificazioni in Legge n. 221 del 17 12/2012
- Decreto Legislativo n. 185/2000, "Incentivi all'autoimprenditorialità e all'autoimpiego, in attuazione dell'articolo 45, comma 1, della legge 17 maggio 1999, n. 144"
- Decreto Legislativo 385/1993, "Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia" (TUB), e successivi aggiornamenti
- Decreto Ministeriale del Ministro dello Sviluppo Economico del 29/01/2015 (Fondo comune di investimento)
- Decreto Ministeriale del Ministro dello Sviluppo Economico del 24/09/2014 (Fondo *Smart&start* Italia)
- Decreto Ministeriale del Ministro dello Sviluppo Economico del 6/03/2013 (Fondo *Smart&start*)
- Delibera n. 18592 della CONSOB, "Adozione del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start - up innovative tramite portali online ai sensi dell'articolo 50 – quinquies e dell'articolo 100 – ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998 e successive modificazioni"
- Delibera della Giunta Regionale di Regione Lombardia n. X/3130 del 6 Febbraio 2015, "Stato di avanzamento Programma *Start up – Re-start* (DGR 648 del 6/9/2013) e nuovo Programma regionale a favore dello *start up* d'impresa"
- Delibera della Giunta Regionale di Regione Lombardia n. X/3297 del 16 Marzo 2015, avente ad oggetto "Programmazione degli strumenti finanziari e delle iniziative a valere sugli assi 1 e 3 del POR Fesr 2014-2020 in attuazione della strategia Innovalombardia"
- Delibera della Giunta Regionale di Regione Lombardia n. X/2448 del 7 Ottobre 2014, "Strategia Innovalombardia per la ricerca e l'innovazione delle imprese: istituzione del Fondo Frim Fesr 2020 quale anticipazione del POR FESR 2014-2020"
- Legge 11 novembre 2011, n. 180, "Norme per la tutela della libertà d'impresa. Statuto delle imprese"
- Legge Regionale n. 11/2014, "Impresa Lombardia: per la libertà di impresa, il lavoro e la competitività"
- Legge Regionale n. 22/2006, "Il mercato del lavoro in Lombardia"
- Legge Regionale n. 1/99 "Politiche regionali del lavoro e dei servizi per l'impiego"
- Programma Operativo Regionale a valere sul Fondo Europeo di Sviluppo Regionale 2014-2020 di Regione Lombardia
- Regolamento delegato (UE) n. 480/2014 della Commissione Europea, del 3 marzo 2014, che integra il Regolamento (UE) n. 1303/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, recante

disposizioni comuni sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione, sul Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca e disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca

- Regolamento (UE) n. 1303/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 Dicembre 2013, recante “Disposizioni comuni sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione, sul Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca e disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca, e che abroga il Regolamento (CE) n. 1083/2006 del Consiglio”
- Regolamento (UE) n. 1301/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 dicembre 2013, relativo al Fondo europeo di sviluppo regionale e a disposizioni specifiche concernenti l'obiettivo "Investimenti a favore della crescita e dell'occupazione" e che abroga il Regolamento (CE) n. 1080/2006
- Regolamento (UE, EURATOM) del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 Ottobre 2012, n. 966, che stabilisce le “Regole finanziarie applicabili al bilancio generale dell'Unione” e che abroga il Regolamento (CE, Euratom) n. 1605/2012

## Bibliografia e Sitografia

- AIFI – Associazione Italiana del *Private Equity* e *Venture Capital*, “*Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2013*”; 2014
- AIFI ([www.aifi.it](http://www.aifi.it))
- Annuario Statistico Regionale Lombardia; Edizione 2014
- Banca d'Italia, “*Economie regionali - L'economia della Lombardia*”; giugno 2015, novembre 2014 e giugno 2014
- BBVA Research, “*Economic Outlook*”, 2013
- Camera di Commercio d'Italia, “*Cruscotto di indicatori statistici – Report con dati strutturali - 4°trimestre 2014 – start-up innovative*”; 2015
- Corte dei Conti dell'Unione Europea Rapporto speciale n. 2, “*Financial Instruments for SMEs co-financed by the European Regional Development Fund*”; 2012
- Commissione Europea, Decisione C (2015)2453, “*HORIZON 2020 – Work programme 2014-2015 - Access to Risk Finance*”; 17 Aprile 2015
- Commissione europea, Banca europea degli Investimenti, “*Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period*”; 2014
- Commissione Europea, “*Financial instruments in ESIF Programmes 2014-2020 - A short reference guide for Managing Authorities*”; luglio 2014
- Commissione Europea, “*Annual Report on European SMEs 2013/2014 – A Partial and Fragile Recovery*”; 2014
- Commissione Europea, “*start-up Europe. Crowdfunding Network*”; Final Report 2014
- Commissione Europea, Comunicazione n. COM(2011)78 “*Riesame dello “Small Business Act” per l'Europa*”; 2011
- Commissione Europea, Comunicazione n. COM(2008)394 “*Una corsia preferenziale per la piccola impresa - Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa (uno “Small Business Act” per l'Europa)*”; 2008
- Commissione Europea, “*Raccomandazione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese*” (2003/361/CE); 6 maggio 2003
- Confindustria Modena (a cura di Elisabetta Gualandri e Valeria Venturelli), “*Nasce l'impresa. Start – up: dal progetto al mercato*”; 2011
- *Crowdsourcing.org*, “*Crowdfunding Industry Report. Market trends, composition and Crowdfunding Platforms*”; 2012
- *Crowdsourcing.org*, Elenco delle “Top 15” Piattaforme europee (<http://crowdsourcingweek.com/top-15-crowdfunding-platforms-in-europe>)
- Daniela Castrataro e Ivana Pais, “*Analisi delle Piattaforme Italiane di Crowdfunding. (Aggiornamento Semestrale -- Maggio 2014)*”, *Italian Crowdfunding Network*
- De Rev, “*Crowdfunding World 2013. Report, Analisi e Trend*”; 2013
- EIF - *European Small Business Finance Outlook*; dicembre 2013

- EVCA – Frontier economics, “*Exploring the impact of Private Equity on economic growth in Europe*”, Maggio 2013
- IBAN –Italian Business Angel Network Association, “*Benchmark of Federations. The Italian informal Venture Capital market: results of the survey 2013 and scientific activities*”, Marzo 2015
- Istat, “*Report Anni 2007 – 2012. Demografia d’impresa*”; Agosto 2014
- Italia start-up, “*The Italian start-up ecosystem: who is who*”; 2013
- Ministero dello Sviluppo Economico, “*Sintesi dei dati sull’accesso al credito da parte delle startup innovative e degli incubatori certificati mediante l’intervento del Fondo di Garanzia per le PMI*”, 30 aprile 2015
- Ministero dello Sviluppo Economico, “*Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione della normativa a sostegno dell’ecosistema delle start-up innovative*”; marzo 2014
- Ministero dello Sviluppo Economico, “*Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2013. Rapporto 2014*”
- OCSE, “*Entrepreneurship at a Glance 2014*”, Luglio 2014
- Osservatorio Venture Capital Monitor, “*Early stage in Italia*”; 2013
- *Private Equity Monitor (PEM)*, “*Rapporto 2013*”
- Regione Lombardia, “*Rapporto di Valutazione Intermedia*” del POR Lombardia 2007 – 2013; 2012 e 2013
- Regione Lombardia, Bandi e dati sull’attività degli strumenti finanziari della Regione attivi nel periodo 2007-2013
- Sito Annuario Statistico Regionale Lombardia (<http://www.asr-lombardia.it/ASR/>)
- Sito Banca d’Italia ([www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it))
- Sito Camera di Commercio di Milano ([www.mi.camcom.it](http://www.mi.camcom.it))
- Sito Camera di Commercio di Reggio Calabria ([www.rc.camcom.it](http://www.rc.camcom.it))
- Sito Commissione Europea ([www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu))
- Sito Eurostat (<http://ec.europa.eu/eurostat>)
- Sito FEI ([www.eif.org](http://www.eif.org))
- Sito Filas ([www.filas.it](http://www.filas.it))
- Sito Fondo Atlante Seed (<http://www.imiinvestimenti.it/fondi-chiusi-it/fondo-atlante-seed.htm>)
- Sito Invitalia ([www.invitalia.it](http://www.invitalia.it))
- Sito Istat ([www.istat.it](http://www.istat.it))
- Sito Lazioinnova ([www.lazioinnova.it](http://www.lazioinnova.it))
- Sito Ministero dello Sviluppo Economico ([www.sviluppoeconomico.gov.it](http://www.sviluppoeconomico.gov.it))
- Sito Regione Lombardia ([www.regione.lombardia.it](http://www.regione.lombardia.it))
- Sito Registro delle Imprese – Sezione Speciale (<http://startup.registroimprese.it/>)
- Unioncamere - Infocamere – Movimprese, “*Natalità e mortalità delle imprese italiane registrate presso le Camere di commercio*”; 2014
- Università Bocconi, “*Gruppo per la crescita - Spunti per l’intervento del Presidente di Piccola Industria Lombardia, Ambra Redaelli*”; 2011
- *Venture Capital Monitor*, “*Rapporto Italia 2013*”