



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN
ECONOMIA**

PROVA FINALE

**"IL RUOLO DEGLI INCUBATORI D'IMPRESA: AMBITI DI
ATTIVITA' E PROFILI NORMATIVI"**

RELATORE:

PROF. ELENA SAPIENZA

LAUREANDO/A: GIANMARCO PRAVATO

MATRICOLA N. 1089983

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

Sommario

Abstract	5
Cap.1 Incubatori d'impresa	6
1.0 Introduzione	6
1.1 Incubatori d'impresa: quadro generale	6
1.2 Quattro tipologie di incubatori	8
1.3 Processi di valutazione delle start up.....	12
Cap.2 Profili Normativi	16
2.1 Crescita 2.0.....	16
2.2 Agevolazioni fiscali	19
2.3 Finanziamenti domestici ed europei.....	21
Cap. 3 Case Study: M31 Italia Srl.....	28
3.1 Presentazione.....	28
3.2 Business Model e settori di interesse	28
3.3 Financing	32
Conclusioni	34
Bibliografia	36

Abstract

Nel recente passato l'ambiente economico globale ha visto l'aumentare esponenziale delle nascite di nuove imprese, conseguentemente alle numerose invenzioni in campo tecnologico frutto della ricerca. Questo elaborato vuole marcare l'importanza degli incubatori d'impresa per la sopravvivenza delle start up innovative ad alto contenuto tecnologico.

Nel primo Capitolo si illustreranno, con una rassegna della letteratura, gli elementi identificativi degli incubatori certificati individuando: il business model e l'inquadramento nel mercato; le diverse tipologie di incubatori e i processi di valutazione delle start up più utilizzati.

Nel secondo Capitolo, visto il crescente interesse del legislatore, si analizzeranno le più rilevanti disposizioni che regolano l'incubatore certificato e le start up innovative. Vedremo i recenti aggiornamenti del Decreto Crescita 2.0, le principali norme tributarie a supporto e i finanziamenti messi a disposizione dallo Stato e dall'Unione Europea.

Nel terzo Capitolo analizzeremo l'incubatore certificato d'impresa M31 Italia scelto come case study in quanto esempio emblematico per la tipologia di business in Italia. Vedremo una presentazione generale del Venture Incubator e delle sue imprese incubate e collegate ma anche come ha raccolto capitali e come ha utilizzato i finanziamenti.

Cap.1 Incubatori d'impresa

1.0 Introduzione

Nell'ultimo quinquennio si è visto un susseguirsi di numerosi decreti e leggi in tema di crescita, in seguito alla sempre maggiore presenza di nuove realtà imprenditoriali ad alto contenuto innovativo. Il Decreto Legge n.179/2012, convertito in Legge 221 del 17 Dicembre 2012, è stato definito "crescita 2.0" poiché ha sottolineato l'importanza per lo sviluppo economico delle start up e PMI innovative e degli incubatori certificati d'impresa.

Questi ultimi in particolare ricoprono un ruolo fondamentale nel supportare la struttura delle nuove imprese ad alto contenuto tecnologico e nel dare l'assistenza di cui necessitano per la crescita (Rice and Matthews, 1995). Start up e PMI innovative spesso soffrono il fatto di non avere una struttura portante a sostegno della propria business idea. La particolarità degli incubatori è data proprio dalla certificazione che di fatto sancisce la loro attività come nuovo modello d'impresa. Si può pertanto dire che ci si trova davanti ad un business emergente, quello degli incubatori, che eroga servizi a supporto delle start up (Borelli et al., 2015).

1.1 Incubatori d'impresa: quadro generale

In Italia i primi incubatori sono stati creati negli anni Ottanta per mezzo della Società per la Promozione e Sviluppo Imprenditoriale (SPI), di natura pubblica, che ha contribuito alla creazione dei primi Business and Innovation Center (BIC) sulla base di modelli proposti dalla Commissione Europea. Verso la fine degli anni Ottanta in Italia sono stati messi in atto ulteriori modelli, affini all'attività di incubazione, chiamati Science Park e Venture Capital. I primi si configurano come cluster di aziende e organizzazioni di supporto ad alto contenuto intellettuale con il preciso scopo di sfruttare il vantaggio competitivo in un particolare settore scientifico (Bellini e al.2012 in: Casalegno et al. 2014); i secondi non sono facilmente definibili ma secondo quanto ci dice la European Venture Capital Association (EVCA, 2007) sono individuati come soggetti:

“- che svolgono come attività prevalente l'apporto di finanziamenti a titolo di capitale proprio o comunque permanente per l'avvio e/o la crescita di piccole medie imprese con un elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato;

- che hanno come principale obiettivo il conseguimento nel medio-lungo termine di guadagni in conto capitale per remunerare i rischi assunti; i cui investimenti riguardano prevalentemente titoli non quotati o ammessi ad altri mercati regolamentati;
- che possono fornire un attivo supporto al management nelle aziende partecipate.”.

Dagli anni Ottanta ad oggi sono aumentate le realtà che svolgono attività di questo tipo; nonostante si possano intravedere diverse tipologie di strutture incubatrici con diversi obiettivi strategici di cui si parlerà in seguito, i servizi erogati sono tuttavia simili. Lo studio di Boschetti, Grandi, Grimaldi (2003) ha evidenziato le attività di supporto che gli incubatori d'impresa offrono alle start up innovative che accolgono al loro interno.

Gli incubatori rendono disponibili alle nuove imprese uffici, locali, arredamenti, accesso a infrastrutture, a Internet e a laboratori informatici. Per alcuni incubatori dare la possibilità alle incubate di operare all'interno dei loro spazi rappresenta l'unico effettivo servizio erogato, trascurando la fornitura degli altri servizi di fondamentale importanza come si dirà in seguito. Relativamente alla fornitura di risorse fisiche gli incubatori competono con i Parchi Scientifici e Tecnologici e, a volte, con agenzie di beni immobiliari.

Gli incubatori offrono poi risorse di natura finanziaria permettendo l'ingresso al venture capital, sia attraverso propri fondi sia attraverso co-investimenti istituiti con i contributi di investitori esterni. In generale il target degli incubatori è costituito da imprese che richiedono fondi per garantire continuità nelle primissime fasi del loro sviluppo (seed capital). I principali concorrenti nell'attività di finanziamento sono rappresentati da business angels, venture capitalist specializzati nella fornitura di seed capital, e da società di investimento anche se molto spesso il rapporto tra questi attori è di collaborazione.

In aggiunta alle infrastrutture, gli incubatori possono anche offrire servizi di segreteria, reception, posta, supporto informatico, ecc. Anche se questi servizi di tipo organizzativo e amministrativo non sono complessi o tecnologicamente avanzati, permettono ai giovani imprenditori di concentrare le proprie risorse sullo sviluppo della value proposition.

Gli incubatori frequentemente aiutano le nuove imprese nella stesura del business plan e forniscono servizi professionali come quelli di contabilità, supporto legale e fiscale, ricerca gestione del personale, supporto strategico. Come i servizi amministrativi sono di aiuto a snellire il carico organizzativo che deve sopportare chi sta creando la nuova impresa.

Alcuni incubatori sono in grado di identificare all'esterno, ma anche all'interno, attori chiave per il successo delle imprese incubate. Gli aspiranti imprenditori non sempre dispongono

delle relazioni adatte allo sviluppo della loro business idea e al reperimento delle risorse finanziarie; il network può essere fornito dall'incubatore, o può provenire dalla sua esperienza o da quella dei suoi singoli manager.

I servizi sopra descritti rappresentano il core business dell'attività di un incubatore d'impresa. Tuttavia non sempre questi sono in grado di offrire tutte le risorse menzionate sopra al loro interno, ma sono necessarie competenze professionali esterne per esempio di dottori commercialisti e revisori contabili piuttosto che consulenti del lavoro come si vedrà nel terzo capitolo.

Il ruolo degli incubatori è quindi delineato dal punto di vista delle attività caratterizzanti, è altresì importante capire come si inseriscono nel contesto competitivo. Trattandosi di una forma ibrida, essi penetrano più mercati contemporaneamente, come già visto sopra dove si parlava dei servizi. In particolare riescono a conquistare quote importanti di mercato in territori dove i competitors sono in minoranza o non offrono condizioni contrattuali favorevoli alle start up. Basti pensare alle difficoltà di accesso al credito o ad un'area dove il costo degli immobili è molto elevato o alla presenza di barriere legali. Gli incubatori contribuiscono ad allungare le vite delle start up innovative incubate in particolare fornendo quel supporto che nella fase iniziale della loro vita è fondamentale appunto trattandosi della fase in cui sono più vulnerabili.

1.2 Quattro tipologie di incubatori

In generale è possibile individuare 4 tipologie di incubatori d'impresa: incubatori pubblici, incubatori privati, incubatori universitari e incubatori di primo miglio. Questi si differenziano lungo due direttrici: in particolare si distinguono quelle strutture di incubazione che nella loro attività ricercano come obiettivo un profitto dalle altre che invece operano come organizzazioni non profit. La seconda direttrice guarda invece da dove ha origine l'idea di business, ossia se proviene dall'interno o dall'esterno dell'organizzazione che controlla l'incubatore.

Innanzitutto si ritiene opportuno far emergere la numerosità degli incubatori nel nostro territorio. Per quanto riguarda l'Italia non è di facile individuazione la vera cifra che rappresenta il numero di incubatori d'impresa presenti poiché non esiste un vero e proprio censimento. Lo studio del 2001 di Grimaldi e Von Zedwitz aveva individuato circa 50

incubatori. Successivamente grazie ad una collaborazione con Pni Cube (Associazione Italiana degli Incubatori Universitari e delle Business Plan Competition) il numero è salito a 93 poiché sono stati inclusi nel conteggio anche gli Science Park (Auricchio et al. 2014). Nel 2013 un'indagine di Banca d'Italia (cfr. Liberati, Marinucci e Tanzi, 2013), ha deciso, diversamente dalla scelta del Pni Cube, di non includere quegli Science Park che non svolgevano come attività abituale l'incubazione giungendo quindi alla conclusione di annoverare in Italia circa 80 realtà riconducibili ad incubatori d'impresa; di questi solo 36 sono iscritte alla sezione speciale del Registro Imprese (InfoCamere, 2017). Da una indagine condotta sempre per conto di Banca d'Italia è emerso che, riguardo la natura degli incubatori, circa i due terzi sono **incubatori pubblici**. Il dato è in linea con quanto accade in Europa e con i numeri dei Business Innovation Center presenti negli altri paesi membri. In Italia la natura pubblica coincide quasi perfettamente con un'organizzazione non profit. Come spiegano Al-Mubarak e Busler (2012) gli obiettivi di queste tipologie di incubatori hanno pertanto carattere più generale e sono: la crescita economica, la cosiddetta technology transfer e la creazione di posti di lavoro a costo pubblico basso. Per quanto riguarda la technology transfer è fondamentale capire che si tratta di un insieme di attività finalizzate a portare la conoscenza dalla ricerca al mercato (Istituto Italiano di Tecnologia, 2015). Il trasferimento tecnologico racchiude in sé tutte le attività che un incubatore svolge a prescindere dalla sua natura.

Gli **incubatori privati** in Italia si dividono invece quasi equamente tra profit e non profit. La nascita degli incubatori privati è avvenuta in concomitanza con la rivoluzione digitale infatti con il sempre maggiore impatto di internet gli incubatori pubblici hanno col tempo perso parte della loro efficacia. Secondo lo studio di Boschetti, Grandi, Grimaldi (2003) citando una ricerca della Harvard Business School su 356 incubatori definiti privati il 92% basa il proprio business su internet. Dal medesimo articolo emergono sia i principali obiettivi sia le attività specifiche che svolgono i soggetti appartenenti alla suddetta categoria. A livello di finanziamento intervengono chiaramente nella fase iniziale con un apporto di capitale che può essere talvolta proprio, seed capital, ma anche proseguono con investimenti successivi anche per la fase di crescita e sviluppo delle incubate, venture capital. L'elemento più caratterizzante che rappresenta gli IPI (Independent Private Incubators) è "la loro capacità di offrire attraverso il *networking* l'accesso a risorse e servizi intangibili ad alto valore aggiunto. Più specificamente, la rete di contatti e di relazioni strategiche che si forma intorno all'incubatore consente alle imprese di accedere a competenze e conoscenze tecnologiche e manageriali, di creare alleanze strategiche con i partner dell'incubatore, di avere visibilità e,

complessivamente, di ridurre i tempi di lancio sul mercato” (Boschetti 2003, p.332-333). Le start up scelgono frequentemente di iniziare il percorso di incubazione proprio per i network offerti e le collaborazioni con altri imprenditori all’interno delle facilities condivise.

Proseguendo l’analisi, il business model si configura in maniera diversa essendo appunto strutture private con una finalità di economicità. La sopravvivenza degli incubatori privati si basa su entrate di diversa natura: sono canoni per servizi offerti e tariffe su consulenze specifiche ma la percentuale più alta va ricondotta all’incasso delle plusvalenze che registrano con le cessioni delle partecipazioni nel capitale delle incubate. L’impostazione della strategia della cosiddetta exit delle incubate rappresenta una delle difficoltà maggiori per gli amministratori degli incubatori che frequentemente affidano i processi di buy-out ad advisor specializzati. L’exit policy (Bergek e Norrman, 2008) deve essere studiata in maniera tale che l’impresa una volta al di fuori del processo di incubazione possa essere competitiva autonomamente nel mercato. Spesso infatti l’incubatore è portato a non abbandonare completamente la start up mantenendo in piedi il rapporto relativamente ad alcuni servizi (Bruneel et al. 2010). Questo insieme di servizi viene definito “after care” poiché è individuato come un ulteriore sostegno alle imprese da parte degli incubatori nella fase di transizione di uscita (European Commission Enterprise Directorate - General, 2002; The World Bank, 2010). Per questo motivo il principale interesse degli incubatori privati si concentra sulla crescita e l’avvio all’industrializzazione delle realtà imprenditoriali che supportano. È però necessario parlare in questa tipologia dei costi che certamente rilevano anche negli incubatori pubblici ma, come già spiegato, gli incubatori privati devono mantenere determinati standard di redditività per soddisfare gli interessi dei propri investitori e degli istituti di credito. In Italia dall’indagine di Banca d’Italia (2012) gli incubatori che partecipano ai ricavi o detengono in portafoglio quote societarie delle imprese incubate sono rispettivamente tra l’11% e il 15%. Le componenti negative di reddito sono rappresentate per la maggior parte dalle facilities e dai servizi offerti internamente e esternamente. La struttura di costo mediamente si configura uguale per tutte le diverse tipologie di incubatore, cambiano invece le percentuali di copertura poiché dall’indagine emerge che nel caso in cui l’incubatore partecipi ai risultati delle incubate la quota di costi coperta sia pari all’11% mentre gli incubatori che registrano entrate per servizi offerte alle imprese clienti coprono una quota pari al 55%. Mediamente lo studio ha rilevato che la quota di costi non coperta dagli incubatori si aggira attorno al 41%. Il ripianamento del disavanzo avviene attraverso i soci, istituti di credito e più frequentemente attraverso l’accesso a finanziamenti europei di cui si parlerà più in dettaglio nel prossimo capitolo.

È inoltre visibile un'ulteriore partizione all'interno degli incubatori privati: si trovano infatti i Corporate Business Incubator e gli Independent Business Incubator. I primi sono organizzazioni fondate da imprese di grandi dimensioni che necessitano di far transitare all'esterno, per esempio, un accumulo di competenze o progetti di diversificazione che non trovano spazio all'interno dell'impresa madre (Piccaluga, 2000). Spesso è una scelta da parte delle grandi aziende per meglio proteggere un eventuale marchio o brevetto. Per quanto riguarda i secondi, come già in parte visto, si tratta di organizzazioni che nascono con le stesse modalità con le quali nascono le imprese ossia su iniziativa individuale o collettiva; acquisiscono partecipazioni in altre imprese e forniscono loro asset di diversa natura per tutto il loro percorso di sviluppo. Sono conosciuti anche con altri nomi quali venture accelerator o mentor capitalist.

La seconda direttrice, di cui si trattava ad inizio paragrafo, riguarda invece le idee e la loro provenienza che può essere interna alla struttura incubatrice o derivante dall'esterno. Questa distinzione è conseguente alla natura dell'incubatore ossia la maggior parte delle organizzazioni pubbliche e i Corporate business Incubator avviano le imprese a partire da idee sviluppate internamente. Independent Business Incubator e Business Innovation Center cercano invece idee provenienti dall'esterno essendo frequentemente creati da università o imprese.

Quanto visto dallo studio di Boschetti, Grandi, Grimaldi (2003) ha inoltre mostrato un'evoluzione dei modelli di business e dei servizi offerti dagli incubatori. Si è visto un periodo iniziale dove i servizi offerti erano per la maggior parte attinenti alla sfera logistico/amministrativa mentre ad oggi gli incubatori si distinguono sempre più per la rete di persone e aziende e per gli asset intangibili che sono in grado di offrire alle start up/pmi. Gli **University Business Incubator** rappresentano un altro punto di riferimento per la creazione e lo sviluppo di imprese. Gli UBI sfruttano l'ampio potenziale intellettuale degli ambienti accademici cercando di tradurlo in impresa e di monetizzarlo attraverso la registrazione di brevetti. Il problema persistente di questa tipologia riguarda il reperimento di fondi: soprattutto in Italia strutture di questo tipo soffrono di tagli da parte del governo e sono costretti a ricercare capitali al di fuori dell'ambiente universitario. Tuttavia, le aziende incubate da incubatori universitari (UBI) vengono messe in contatto con Venture Capitalist privati o riescono a disporre di agevolazioni all'accesso al credito.

Sono considerati una sorta di incubatori anche quelle strutture che definiscono i momenti antecedenti alla creazione di una start up in particolare intervenendo nella predisposizione del business plan, nella ricerca del seed capital e nella costituzione della società. Vengono definiti **Incubatori di primo miglio** proprio perché agiscono nella fase primordiale dove l'unico asset presente è l'idea. Spesso questi incubatori godono di contributi pubblici proprio perché il loro intervento sia di sostegno alla costruzione dell'impresa attorno alla business idea ma anche che possa ridurre la probabilità di fallimento.

Da una survey del PNI CUBE (Associazione Italiana degli Incubatori Universitari e delle Business Plan Competition) si è cercato di stilare invece un profilo che rappresenti la maggior parte delle start up incubate nelle realtà presenti nel nostro territorio andando a sondare caratteristiche comuni. Dall'intervista rivolta sia agli incubatori, pubblici e privati, sia alle start up incubate è emerso che circa l'88% di quest'ultime è costituito nella forma giuridica di S.r.l. il restante sono invece S.p.a., S.n.c. e imprese individuali. Sono stati rilevati altri parametri di valutazione quali il valore mediano del capitale sociale che si aggira attorno ai 10000 Euro, coerentemente alla maggioranza delle forme giuridiche presenti, e il numero medio di dipendenti che dal 2011 ha registrato una forte crescita giungendo a 11,5. Per quanto riguarda i settori di appartenenza più della metà delle start up incubate appartengono all'Information and Communication Technology (45% computer based e 20% bio-scienze) e, nota ancora più di rilievo, offrono un servizio che non esisteva precedentemente sul mercato. Come in precedenza segnalato come criterio di scelta da parte degli incubatori il team assume massima importanza e dai dati della survey emerge che circa il 35-45% delle incubate include personale con formazione ingegneristica o tecnico-scientifica. Ciò fa emergere una esigua attenzione ad attirare competenze di carattere economico/giuridico. Al contrario si è registrata una particolare enfasi per gli aspetti tecnici e di vendita e un minor interesse per le funzioni amministrative-gestionali.

1.3 Processi di valutazione delle start up

È chiaro che la scelta di quali idee innovative accogliere negli incubatori rappresenta una delle decisioni fondamentali e più insidiose per la loro sostenibilità.

Facendo riferimento all'indagine di Banca d'Italia del 2012, dove sono stati intervistati alcuni amministratori di incubatori, è emerso che esistono diversi processi di valutazione utilizzati. Un dato importante rilevato dai questionari è stato che circa l'82,5% degli incubatori seleziona le idee a "sportello" tramite un processo continuo valutando volta per volta la sostenibilità dei progetti. Inoltre si è notata una forte polarizzazione delle presentazioni di idee

accompagnate da business plan verso pochi incubatori e per lo più privati. Gli incubatori inoltre effettuano attività di scouting presso le imprese/obiettivo da incubare sia con mezzi propri sia tramite partner terzi. Questi, sempre con le differenze dovute alla natura dell'incubatore, sono per lo più università, agenzie pubbliche, partner istituzionali: in realtà la maggior parte preferisce in ogni caso valutare le opportunità tramite risorse interne divise equamente tra personale con formazione manageriale e con formazione tecnico/scientifica.

Come criteri base per valutare l'incubazione di una start up sono stati individuati: la potenzialità e la qualità dell'idea, il team imprenditoriale, il livello tecnologico in termini di chiarezza di posizionamento, le risorse finanziarie a disposizione. Ad oggi i primi due criteri hanno assunto una rilevanza strategica preponderante che ha superato la valutazione delle risorse finanziarie. Nella valutazione finanziaria delle start up si incontrano numerosi ostacoli poiché per definizione trovandosi nella loro fase di nascita i dati presentano fatturati ridotti, andamenti storici negativi e limitate informazioni su future performance. Nella predisposizione dei business plan la difficoltà è strutturale poiché spesso il settore di riferimento è nuovo e non ci sono parametri per comparare società simili quali per esempio i tassi di crescita del fatturato, i value drivers (costi variabili, capitale circolante ecc.) o parametri di rischio.

Per le valutazioni delle imprese, in generale, si trovano due gruppi di metodologie con aspetti molto diversi (Razzini, 2010). Il primo racchiude i modelli tradizionali tra cui il modello patrimoniale che valuta l'impresa in base al suo patrimonio netto contabile rettificato e il metodo finanziario del discounted cash flow che calcola l'Enterprise Value sulla base del valore attuale dei flussi di cassa dell'impresa. Ad oggi il metodo finanziario del discounted cash flow è il più accreditato per la valutazione di un'impresa in particolare perché correla il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore. I metodi visti finora sono definiti anche metodi diretti, esistono però anche dei metodi indiretti, ad esempio, il metodo dei comparabili è uno dei maggiormente utilizzati; si tratta di stimare il valore dell'azienda basandosi sul valore di altre aziende o investimenti comparabili che ci si aspetta generino flussi di cassa simili nel futuro (Berk, De Marzo, 2015). Tuttavia i metodi sin qui menzionati, detti appunto tradizionali, non rappresentano dei metodi di facile applicazione in caso di start up poiché i dati previsionali hanno un elevato contenuto aleatorio. Basti pensare al metodo dei multipli dove l'assenza di parametri e di società da comparare lo rendono in pratica inapplicabile. Le società di Venture Capital dal canto loro hanno creato ad hoc un metodo alternativo per valutare le imprese in cui investire che hanno dato luogo anche ad altre metodologie

valutative. La logica comune è quella di individuare come periodo di riferimento non il momento attuale, ma una data futura nella quale si ritiene che l'impresa avrà raggiunto un certo equilibrio economico e finanziario. Una caratteristica comune ai vari metodi utilizzati dai vari Venture Capitalist è l'utilizzo di tassi di attualizzazione minimi molto alti circa intorno al 60%; la motivazione è che gli elevati tassi adoperati sono proporzionali al rischio dei settori in cui stanno investendo. Il metodo utilizzato per la valutazione di imprese altamente innovative si presenta come una variante del metodo finanziario del discounted cash flow. Si basa sul calcolo del cash flow ad una data futura normalmente coincidente con il momento in cui il Venture Capitalist cederà la quota realizzando la *way out* programmata (Razzini, 2010). Inoltre, i VC posseggono il vantaggio di accrescere il proprio potenziale tecnico all'aumentare del numero di investimenti effettuali migliorando di fatto il processo di selezione delle imprese con più alta probabilità di crescita.

Tra le metodologie alternative di valutazione delle imprese è menzionata la teoria delle opzioni reali. La sua peculiarità si ritrova nel fatto che nella sua valutazione tiene conto non solo del valore aziendale e della previsione di flussi di cassa ma anche degli effetti delle diverse scelte che i manager sono chiamati a compiere. I teorici hanno pertanto assimilato le decisioni manageriali alle opzioni finanziarie call e put: da qui il nome "opzioni reali". Il valore dell'impresa viene rappresentato come fosse un portafoglio di opzioni call di acquisto (Trigeorgis, Mason, 1987). I limiti facilmente intuibili di questo metodo riguardano per la maggior parte le difficoltà riscontrabili nel calcolo e nella elaborazione delle opzioni adatte ad analizzare i diversi profili di rischio da prendere in considerazione. Le opzioni reali includono diverse prospettive di analisi del profilo strategico in genere si dividono in due macro-tipi: 1) le opzioni di espansione, che riguardano le possibilità di crescita o di conversione del progetto; 2) le opzioni di sospensione, che tengono conto della possibilità di default, di attesa, di apprendimento. Tuttavia, nonostante i metodi alternativi offrano una soluzione migliore rispetto a quei metodi di valutazione che richiedevano dei comparables per la loro efficacia, non rappresentano la fine del problema. Infatti è necessario adattare il metodo di valutazione al tipo di business che l'azienda attua in modo che questo rappresenti in maniera più veritiera possibile il reale valore dell'investimento. In Italia sono stati condotti degli studi per il noto parco scientifico Bioindustry Park Silvano Fumero S.p.A. da parte di Buch et al. (2014) riguardanti il settore biomedico. La ricerca evidenzia la notevole difficoltà nel valutare le start up e i progetti che ruotano intorno allo sviluppo di un prodotto nel campo farmaceutico, diagnostico o di tecnologia medica innovativa. In questo particolare settore le variabili da considerare sono numerose in particolare per fornire dettagli accettabili in termini di

posizionamento e market share futuri. Le peculiarità del settore riguardano principalmente le tempistiche lunghe di sviluppo dei prodotti, ostacoli normativi, rapporti con la pubblica amministrazione, problematiche relative ai brevetti e un mercato di riferimento fortemente competitivo. La valutazione di questi aspetti è fondamentale soprattutto in ottica di fund raising e per la ricerca di partner strategici. Lo studio propone come approccio alla valutazione quello già descritto delle opzioni reali proponendo, come soluzione alle problematiche del metodo delle real options, l'idea di valutare non la start up hi tech ma i singoli progetti e inserendo nelle opzioni le possibilità del management di proseguire o meno ad investire. Con questa metodologia è possibile rendere più dinamica la valutazione rispetto a quella tradizionale dei discounted cash flows nella quale le previsioni di flusso di cassa sono statiche. Si ritiene opportuno precisare che lo studio condotto riguarda la fase di creazione del prototipo da inserire nel mercato. Una volta superati i limiti dell'early stage il settore del med tech risulta finanziariamente sostenibile e le decisioni successive saranno di carattere reale per la scelta del portafoglio clienti e dei contratti di licenza.

A conclusione del capitolo si illustrano i risultati, dalla più volte citata indagine di Banca d'Italia (2012), in merito agli effetti del processo di incubazione sul successo dell'impresa. Dal sondaggio la risposta più scelta con il 58,8% considera l'attività di incubazione come importante nello sviluppo aziendale ma non cruciale per il successo. Per il resto delle incubate intervistate il lavoro dell'incubatore ha rappresentato una svolta fondamentale (22,5%) senza la quale l'azienda non avrebbe raggiunto determinati risultati. Mentre al restante 18,8% l'esperienza di incubazione risulta poco rilevante ai fini di risultati e in particolare le motivazioni riguardano la disparità tra i costi e i servizi offerti.

Cap.2 Profili Normativi

2.1 Crescita 2.0

Dopo aver analizzato da un punto di vista prettamente economico le principali caratteristiche degli incubatori d'impresa, si procede in questo capitolo all'inquadramento fornito dal legislatore in merito a start up e PMI innovative e incubatori certificati. Come già accennato nell'introduzione per quanto riguarda le fonti legislative si fa riferimento in primis al Decreto Legge 18.10.2012, n. 179, convertito con la Legge 17.12.2012 n.221 (G.U.

18.12.2012), definito anche "Decreto Crescita 2.0" o "Decreto Sviluppo bis". L'intenzione del legislatore con le suddette disposizioni è puntare sull'innovazione come fattore strutturale di una crescita sostenibile e di una sempre migliore competitività delle imprese.

La legge si suddivide in 6 punti nei quali vengono individuati gli ambiti di maggior interesse. Al primo punto si trova l'Agenda Digitale Italiana che ha introdotto importanti cambiamenti in tema di digitalizzazione sia per la pubblica amministrazione, per esempio la carta di identità digitale, sia per le imprese private, obbligo di PEC. Il punto 2, del quale seguirà un'analisi, fa riferimento alle agevolazioni e alle norme per favorire le start up innovative. Al punto 3 viene trattato il tema del credito di imposta per infrastrutture ed altre opere pubbliche, al punto 4 rientrano le disposizioni sulla grande opera dello Stretto di Messina, al punto 5 vengono espone le norme per l'attrazione di investimenti esteri e il punto 6 riguarda le assicurazioni e i mercati finanziari.

Il punto 2 della Legge, puntualmente all'art.25, fornisce una definizione e un inquadramento delle principali finalità delle start up innovative e degli incubatori certificati. Inizialmente si vanno ad individuare gli aspetti giuridici che contraddistinguono una start up innovativa. Questa, innanzitutto, deve soddisfare di 3 requisiti: 1) essere società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, 2) essere residente in Italia ai sensi dell'art. 73, 3) essere in possesso di azioni nel capitale sociale non quotate in mercati regolamentati o sistemi alternativi di negoziazione. In aggiunta, come termini temporali, risulta necessario che al momento della costituzione i soci rimangano in possesso delle quote o azioni per almeno 24 mesi, che la start up non abbia svolto attività d'impresa per un periodo superiore a 48 mesi e, per le società costituite anteriormente all'entrata in vigore della Legge 221 sussiste obbligo di attestare i requisiti al Registro Imprese entro 60 giorni dalla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale. Come limiti quantitativi il legislatore ha imposto che il valore della produzione della start up innovativa a partire dal secondo anno non debba superare i 5 milioni mentre dal lato dei costi le spese in ricerca e sviluppo debbano essere almeno pari al 20% del maggiore

tra il valore e il costo della produzione. A questo proposito è fondamentale fare riferimento ai principi contabili in quanto sono inseribili nel computo dei costi di ricerca e sviluppo anche attività di studio, sperimentazione, prototipazione e predisposizione del business plan.

L'attestazione dei suddetti requisiti deve comunque essere comunicata al Registro Imprese tramite autocertificazione dopo la quale è prevista l'iscrizione nella sezione speciale dedicata alle start up innovative. Il legislatore ha posto poi in essere numerose deroghe al diritto societario, con speciale riguardo alle srl semplificate e alla possibilità di creare quote con diritti particolari. Sul modello di altre esperienze straniere nel 2012 all'art.2462-bis si delinea la società a responsabilità limitata semplificata che come fine ultimo ha il voler incentivare la nascita di nuove realtà imprenditoriali. I principali incentivi previsti riguardano l'eliminazione del minimo del capitale sociale, il quale è indicato con la cifra simbolica di 1€, e la riduzione dei costi di costituzione che deve avvenire mediante contratto o atto unilaterale redatto da notaio a titolo gratuito in conformità con un modello standard. La disposizione inizialmente era stata pensata per soggetti persone fisiche con età inferiore ai 35 anni, requisito poi eliminato (Cian et al.,2014). Ritornando al Decreto Crescita 2.0 sempre in argomento societario è previsto che se la start up innovativa è costituita in forma di srl è possibile dare origine a quote con diritti in deroga agli articoli inerenti, infatti, è possibile creare quote senza diritto di voto o con diritto di voto non proporzionale. In deroga a numerose disposizioni le quote delle start up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata possono essere offerte al pubblico come strumenti finanziari tramite gli appositi portali. Una volta iscritta nella sezione speciale del Registro Imprese la start up innovativa è esonerata dagli adempimenti onerosi per la sua iscrizione ad eccezione dell'imposta di registro, esenzione che permane tanto quanto restano in essere i requisiti e comunque non oltre il quarto anno.

Per quanto concerne gli incubatori è opportuno chiarire che la sola attività di incubazione non è sufficiente per la certificazione che dà invece diritto all'iscrizione nell'apposita sezione del Registro Imprese e dà accesso alle agevolazioni. I requisiti per la certificazione degli incubatori vanno ricercati oltre che nel Decreto Crescita 2.0 anche nel Decreto 21/02/13 dedicato specificatamente alla suddetta attività. Come per le start up innovative si riprendono i requisiti di società di capitali con la possibilità di essere anche cooperative e la residenza nel territorio italiano ai sensi dell'art. 73. Nella definizione del legislatore tuttavia si ritrova un concetto che rende meno stringente l'accesso alla certificazione; pertanto l'attività di offerta di servizi per il sostentamento e lo sviluppo delle start up innovative non deve tassativamente essere esclusiva. Il decreto poi sancisce però la necessità di verificare un'effettiva esperienza nel campo della consulenza alle start up che può essere attestata anche sulla base di una certa

maturità di un ramo d'azienda o di competenze specifiche di soci, amministratori o collaboratori. Dunque per l'iscrizione nella sezione speciale del Registro Imprese è necessaria un'autocertificazione del rappresentante legale della società presentata tramite il modulo elettronico. Al momento della pubblicazione in Gazzetta ufficiale del Decreto sono state inserite due tabelle contenenti dei limiti quantitativi che l'incubatore deve raggiungere per ottenere la certificazione. La prima riguarda principalmente limiti fisici come la disponibilità di strutture o la velocità di trasmissione dati con l'esterno, la seconda tabella invece impone limiti di natura più legata all'attività quali il numero di incubate, il valore di produzione e il numero di brevetti. Al soddisfacimento di ogni requisito sono attribuiti dei punteggi dei quali il Decreto individua come minimo per la certificazione per la prima tabella 30 punti mentre per la seconda 40 punti. Il monitoraggio del mantenimento dei requisiti avviene da parte del Ministero dello Sviluppo Economico con cadenza annuale riservandosi la possibilità, in talune situazioni, di modificare i punteggi minimi richiesti. Ai fini dei controlli l'incubatore certificato deve conservare per almeno 5 anni dall'iscrizione in Registro Imprese il modello informatico che attesta i requisiti forniti. Come anche per le start up innovative al momento dell'iscrizione nella sezione speciale del Registro Imprese, gli incubatori certificati sono esonerati dagli adempimenti inerenti nonché dal diritto annuale dovuto in favore delle camere di commercio. Inoltre il Decreto Crescita 2.0 prevede ulteriori agevolazioni per quanto concerne le assunzioni. Si vedrà in seguito la normativa relativa al credito d'imposta mentre si procede ora ad una disamina delle agevolazioni sui contratti di lavoro subordinato. È previsto che, se entro i 4 anni dalla costituzione, la start up innovativa stipuli contratti di lavoro subordinato o anche di somministrazione presso la Direzione Centrale del lavoro che superino complessivamente i 36 mesi, comprensivi di proroghe e rinnovi, questi vengano considerati a tempo indeterminato. La retribuzione dei lavoratori assunti dalle società in possesso dei requisiti sopraindicati inoltre non può essere inferiore ai minimi tabellari previsti dai contratti collettivi stipulati con le organizzazioni sindacali. L'analisi delle agevolazioni per le start up innovative rappresenta una delle attività svolte dagli incubatori certificati in quanto, come visto, frequentemente le nuove realtà imprenditoriali sono prive di apparati amministrativi in grado di gestirle. Alcune delle agevolazioni viste sono estese, come si vedrà per il credito d'imposta nel prossimo paragrafo, anche alle cosiddette pmi innovative delle quali la relazione annuale per le start up e pmi innovative fornisce le normative vigenti. Sono pertanto considerate pmi innovative quelle società di capitali residenti principalmente in Italia che come limiti quantitativi non superino i 250 dipendenti e i 50 milioni di fatturato e come limiti normativi che dispongano dell'ultimo bilancio certificato dal revisore o società di revisione legale, che le proprie azioni non siano quotate in mercati regolamentati, che non siano iscritte

nella sezione speciale del R.I.. L'iter pubblicistico è del tutto assimilabile a quello visto per gli incubatori in quanto è stata creata un'apposita sezione speciale per le pmi innovative. Ulteriori requisiti riguardanti la verifica dell'innovatività verranno esposti nel seguente paragrafo.

2.2 Agevolazioni fiscali

La più recente agevolazione per start up e pmi innovative riguarda il cosiddetto credito di imposta. Si tratta di un'agevolazione alla quale si ha relativamente facile accesso e costituisce un concreto aiuto per le imprese. La circolare 5/E emanata dall'Agenzia delle Entrate specifica e indica la propria interpretazione riguardo le disposizioni sul credito di imposta contenute nel Decreto del 27 maggio 2015 redatto dal Ministero dello Sviluppo Economico. L'amministrazione finanziaria innanzitutto riprende quanto detto prima sull'effettiva fruibilità dell'agevolazione dovuta in larga parte all'eliminazione della connessione con i fondi europei che imponevano un tetto massimo. La circolare procede poi delineando i requisiti e l'oggetto principale dell'agevolazione: dunque, senza limiti di fatturato o distinzione di forma giuridica o settore economico a tutte le imprese viene riconosciuto un credito d'imposta per il 25% degli investimenti in ricerca e sviluppo incrementali rispetto alla media dei medesimi investimenti compiuti nei 3 periodi di imposta precedenti al 31 Dicembre 2015. Una deroga è effettuata in rialzo al 50% per quanto riguarda le spese per assunzione di personale altamente qualificato o di contratti di ricerca con enti di ricerca o università. In merito il MISE elenca i titoli riconosciuti per inserire il costo come agevolabile: gli assunti devono possedere o essere iscritti per un titolo di dottorato di ricerca, laurea magistrale in alcuni ambiti previsti e inoltre il rapporto col beneficiario deve essere o di dipendente o di collaboratore. Il Decreto ha posto poi un limite massimo, per beneficiario, di 5 milioni e un limite minimo di spesa pari a 30.000€. Poi è necessario comprendere le modalità di fruizione e la documentazione a supporto previste dal decreto. Il credito è automatico non prevede nessuna istanza preventiva, è compensabile in F24 con apposito codice tributo, decorre dal periodo d'imposta successivo a quello in cui si sono sostenuti i costi, non concorre invece alla formazione del reddito imponibile. Per la documentazione invece è necessario allegarla al bilancio con certificazione obbligatoria da parte del soggetto incaricato della revisione legale, di cui il costo è agevolabile fino a 5000€. L'agenzia, a questo proposito, interviene per monitorare la corretta fruizione del credito solo con controlli ex post sull'apposita documentazione che attesti i requisiti di riconoscimento. Ulteriori modifiche sono state messe in atto con la Legge di Bilancio 2017 riguardo al Credito d'imposta per le attività di R&D. L'agevolazione viene significativamente potenziata estendendola sino al 2020 e incrementando al 50% l'aliquota anche per i costi di

R&D intra-muros che nella versione precedente erano agevolabili al 25% mentre con quest'ultima modifica vengono parificati ai costi in outsourcing con personale altamente qualificato. Nel computo delle agevolazioni fiscali la Legge di Stabilità 2015 ha, per la prima volta, introdotto disposizioni riguardo ai redditi derivanti da sfruttamento di proprietà intellettuali. Il cosiddetto "Patent box" consente mediante opzione di escludere dalla tassazione il 50% dei redditi derivanti dallo sfruttamento commerciale dei beni immateriali nei quali, con l'ultimo Investment Compact, sono inclusi a pieno titolo anche i marchi commerciali. Per chiarire l'agevolazione l'Agenzia delle Entrate ha emanato il 07/04/16 la circolare 11/E con la quale definisce precisamente i beni immateriali in oggetto.

L'amministrazione finanziaria, prima di procedere con l'elencazione, spiega che le disposizioni di riferimento non riguardano solo l'ordinamento domestico ma anche quello internazionale e dell'UE in particolare con numerosi trattati, regolamenti e convenzioni in materia di proprietà intellettuale. Sono quindi inseribili nell'opzione di esclusione quei redditi derivanti da:

- Software protetti da copyright
- Brevetti industriali sia per concessione o in corso di concessione
- Marchi di impresa sia registrati sia in corso di registrazione
- Disegni e Modelli giuridicamente tutelabili
- Informazioni aziendali ed esperienze tecnico-industriali, comprese quelle commerciali o scientifiche proteggibili come informazioni segrete, giuridicamente tutelabili.

Dalla Circolare 11/E risulta inoltre significativo evidenziare quegli asset immateriali che non sono includibili nel Patent Box. Infatti la disposizione dal 2015 al 2016 è stata modificata riguardo al primo punto dell'elenco escludendo di fatto le opere intellettuali quali opere drammatiche, cinematografiche, fotografiche e format televisivi.

Anche se non ad uso esclusivo di pmi e start up innovative risulta di particolare interesse anche la normativa introdotta all'interno del Piano Nazionale Industria 4.0. relativa al super e iper-ammortamento. Il primo prevede una maggiorazione della deduzione al 140% per nuovi investimenti in beni strumentali mentre nel secondo la maggiorazione arriva sino al 250% su beni materiali e immateriali funzionali alla trasformazione digitale delle imprese italiane.

Le misure agevolative previste per le pmi innovative, a differenza di quanto previsto per le start up, non hanno il limite temporale dei 48 mesi bensì durano senza scadenza fino a che le imprese non siano più in grado di soddisfare i requisiti per l'iscrizione. Precedentemente si sono menzionate in tema di start up innovative alcune delle agevolazioni a disposizione. Per

le pmi innovative nella “RELAZIONE ANNUALE AL PARLAMENTO sullo stato di attuazione e sull’impatto della policy a sostegno delle start up e delle PMI innovative”, le misure sono state delineate in maniera parificata: si ritrova pertanto l’esenzione dall’imposta di bollo, le deroghe societarie sulle quote e la proroga per la copertura delle perdite estesa a due esercizi successivi. Dal punto di vista fiscale per le pmi innovative poi è riscontrata inapplicabile la disciplina sulle società di comodo, nelle eventualità di ricavi non congrui o perdite fiscali sistematiche, che prevede basi imponibili e redditi minimi e maggiorazione del 10,5% di IRES. Un’agevolazione non ancora fruibile per pmi e start up innovative riguarda invece gli incentivi fiscali per gli investimenti nel capitale di rischio delle suddette. Nello specifico con la Legge di Bilancio 2017 è stata inserita una detrazione IRPEF del 30%, per le persone fisiche e una deduzione IRES del 30%, per le persone giuridiche, dell’investimento fino a un massimo di 1,8 milioni applicabile sia ad investimenti diretti sia indiretti tramite OICR. Una particolarità dell’operatività tributaria che interessa da vicino gli incubatori di impresa la si trova nell’ambito della detrazione di Iva a credito. L’art. 19, comma 5, D.P.R. 633/1972, dispone quanto segue: “Ai contribuenti che esercitano sia attività che danno luogo ad operazioni che conferiscono il diritto alla detrazione sia attività che danno luogo ad operazioni esenti ai sensi dell'articolo 10, il diritto alla detrazione dell'imposta spetta in misura proporzionale alla prima categoria di operazioni e il relativo ammontare è determinato applicando la percentuale di detrazione di cui all'articolo 19-bis”. Si è ritenuto opportuno riportare il precedente Decreto del Presidente della Repubblica poiché gli incubatori d’impresa ricadono proprio nella fattispecie di quei soggetti che svolgono abitualmente operazioni i cui costi sono indetraibili, quali finanziamenti alle proprie incubate, e operazioni con costi invece detraibili, consulenze.

La supervisione degli aggiornamenti normativi e delle circolari dell’Agenzia delle Entrate in materia fiscale è compresa nei servizi amministrativi che gli incubatori d’impresa svolgono nei confronti delle incubate. Tale attività frequentemente non è gestibile completamente all’interno delle strutture incubatrici che pertanto si avvalgono di consulenti esterni professionisti in materia di finanza agevolata.

2.3 Finanziamenti domestici ed europei

Il sempre maggior peso a livello globale in termini di sviluppo economico di aziende ad alto contenuto tecnologico ha suscitato grande interessi sia degli stati membri sia dell’Unione Europea. Negli ultimi anni a questo proposito sia nel territorio italiano sia nei confini europei sono stati messi a disposizione contributi sia come fondi perduti che come garanzia per l’accesso al credito per start up innovative e incubatori certificati. Il fondo di garanzia per le

Piccole e Medie Imprese opera proprio fornendo una garanzia per l'80% del credito erogato dalle banche a incubatori d'impresa o start up innovative. La garanzia, per la quale è stato previsto un tetto di 2,5 milioni €, è accessibile tramite un modulo semplificato che non prevede la valutazione del merito creditizio da parte del fondo ma solo dell'istituto erogatore che richiede l'attivazione della procedura. Il Fondo di Garanzia per le Piccole e Medie Imprese può operare sia per il tramite di garanzie dirette sia come controgaranzia. Dalla relazione al 30 giugno del MISE i dati fanno emergere un forte sbilanciamento verso le garanzie dirette che nel complesso dei finanziamenti garantiti a start up rappresentano circa l'87%. Dal 2015 al 2016 i finanziamenti garantiti richiesti da start up innovative hanno registrato una forte crescita raggiungendo quota 417 milioni e di conseguenza il fondo ha garantito 333 milioni. Altro dato rilevante riguarda gli importi dei finanziamenti richiesti; il 52% dei finanziamenti garantiti nel periodo di riferimento è stato al di sotto dei 100.000€ su una media totale di 253.000€ e solo 5 start up hanno usufruito completamente della garanzia sui 2.5 milioni €. Gli incubatori certificati che hanno usufruito della garanzia sono risultati 6 i quali hanno richiesto finanziamenti prevalentemente a lungo termine per un totale di 11 milioni €.

Rimanendo nel territorio italiano nella Relazione annuale 2016 delle start up e pmi innovative è rilevante nominare il progetto di finanza agevolata "Smart & Start Italia" gestito da una delle maggiori società di gestione del risparmio, venture capital e private equity: Invitalia Ventures Sgr. Il progetto consiste nel finanziamento tramite mutuo a tasso zero del 70% degli investimenti in beni materiali e immateriali inerenti a contenuti altamente tecnologici. Il progetto è stato attuato in collaborazione col MISE che ha ritenuto opportuno renderlo ancor più accessibile dando la possibilità di ricevere le agevolazioni, sulla base di fatture anche non quietanzate, anche a quelle numerose start up sprovviste di garanzie personali o reali. Invitalia, con la sua pluriennale esperienza, offre alle imprese beneficiarie anche un supporto tramite webinar di consulenza sul rapporto con gli investitori in capitale di rischio, sulla creazione del business model e sulla comunicazione, sulla gestione del personale e la tutela della proprietà intellettuale. Dai dati registrati da Invitalia emergono, per il periodo di studio 30/06/15-30/06/16, un totale di oltre 115 milioni € di finanziamenti ripartiti mediamente nei 3 principali ambiti dell'innovazione del prodotto, economia digitale e valorizzazione della ricerca. Invitalia Venture Sgr è molto attiva nell'investimento in società ad alto tasso tecnologico essendo tra l'altro una controllata dell'Agenzia per l'attrazione degli investimenti e dello sviluppo dell'impresa. Il 29 settembre 2015 è stato istituito da Invitalia Sgr il Fondo Italia Ventures I quale fondo chiuso riservato alternativo col principale obiettivo di investire

in capitale rischio di piccole e medie imprese ad alto potenziale di sviluppo aiutandone la patrimonializzazione. Le pmi che possono essere target del fondo tuttavia sono soggette a requisiti imposti dal Regolamento UE n. 651/2014 in materia di aiuti di Stato. Il fondo, ai dati della Relazione, ha raggiunto 65 milioni grazie ad importanti sottoscrizioni quali quella del MISE ma anche di investitori privati quali il colosso delle connessioni Cisco System International e conta per settembre 2017 di raggiungere 100 milioni di fundraising per continuare la propria attività. Peculiarità del regolamento del fondo è che non si tratta di investimento ma di co-investimento con un operatore indipendente e privato individuato volta per volta da Invitalia Sgr. Il fondo può partecipare pertanto al co-investimento fino ad un massimo di 70% della quota acquisita; per quanto riguarda gli investimenti diretti possono avere ad oggetto azioni, quote, obbligazioni, strumenti finanziari partecipativi o altri strumenti di debito. D'altra parte è previsto che il fondo possa operare anche tramite investimenti acquisendo quote di altri fondi di Venture Capital che abbiano a loro volta investito in altri fondi affini. Il focus degli investimenti si concentra su settori con possibilità di sviluppo tra i quali Biotech, ICT, governo e PA, food, fashion e lifestyle. La Sgr in oggetto ha poi istituito un ulteriore fondo dedicato alla rete di incubatori certificati. Dal 2011 sono state previste misure agevolative nei confronti delle imprese insediate nelle strutture incubatrici facenti parte della Rete degli incubatori istituita da Invitalia. Nel documento del MISE a cura della Direzione Generale per la Politica Industriale e la Competitività sono elencati le tipologie di incubatori rientranti nella Rete: incubatori di proprietà dell'Agenzia per l'attrazione degli investimenti e dello sviluppo dell'impresa e gestiti da soggetti esterni, incubatori di proprietà di ex società regionali e incubatori di soggetti terzi regolati da appositi atti di adesione. Le agevolazioni sono in larga parte contributi a fondo perduto per la copertura degli investimenti, in misura pari al 65% e comunque non oltre i 200.000€, con il fine ultimo di dare sostegno alle imprese nel periodo di incubazione e favorirne la competitività per il momento di uscita.

Un altro fondo di natura prevalentemente pubblica è il Fondo Italiano di Investimento Sgr Spa partecipato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, dalla Cassa Depositi e Prestiti Spa, dalle maggiori banche italiane, da Confindustria e dall'Associazione bancaria italiana. Nato nel 2010 con l'iniziale intento di dare supporto alle medie imprese al fine di renderle competitive a livello internazionale, negli ultimi 3 anni ha rivolto però il suo interesse nell'investimento in capitale di rischio nelle prime fasi di crescita delle imprese. In totale il FII oggi gestisce oltre 1,7 miliardi di euro di risorse destinati ad investimenti in società italiane. Di particolare interesse per l'elaborato risultano due dei cinque fondi mobiliari in cui è diviso il fondo: il Fondo Italiano di Investimento Venture e il Fund of Fund Venture Capital.

Sono entrambi fondi di fondi, in particolare il primo è totalmente investito in un portafoglio di 5 fondi di Venture Capital per una dimensione di circa 91,2 milioni di euro. Il FOF VC ha una dimensione di circa 80 milioni di euro con un portafoglio di 4 fondi di VC la sua raccolta è ancora in atto e mira ad attirare 250 milioni di euro di commitment avendo già attratto l'interesse investitori istituzionali e diversi fondi pensione italiani. Il recente orientamento del FII verso il venture capital ha portato la Cassa Deposito e Prestiti a progettare un piano di incremento della propria quota nel quadriennio 2016-2020 con due principali obiettivi: favorire la crescita di nuovi operatori nel venture capital e creare strumenti di investimento diretto nelle start up con particolare attenzione al technology transfer, discusso nel Cap.1, alla fase di accelerazione e late stage. La strategia del FII per la creazione dei fondi di venture capital si basa su tre direttrici principali: 1 la selezione di un team d'investimento con track record rilevanti e appropriati indipendentemente dal fatto che sia la prima volta che lavorino assieme, 2 professionalizzare il mercato del venture capital investendo in fondi di adeguata dimensione che applichino le best practice della governance in linea con quelle internazionali, 3 supportare in maniera proattiva le fasi di nascita dei fondi purchè di livello professionale rilevante. In merito al terzo punto il fondo ha svolto un ruolo fondamentale operando anche come anchor investor intervenendo nella formazione dei team di gestori dei fondi favorendone quindi inizialmente l'avvio e successivamente il fundraising. L'attività svolta si articola in uno specifico sostegno allo sviluppo della ricerca col fine di commercializzarne i risultati grazie anche alla piattaforma ITAtech, in un supporto ad hoc alle strutture incubatrici che favoriscano l'accelerazione delle più promettenti start up e attraverso un fondo che garantisca la validità del business model nella fase di late stage. L'innovatività non giunge però solo dalle nuove tecnologie delle imprese ma anche dalla parte della finanza. Come si evince dal I Report sul Crowdfunding (Osservatorio sul Crowdfunding della School of Management del Politecnico di Milano, 29 Giugno 2016 in Relazione Annuale MISE) la normativa italiana sull'equity crowdfunding è stata estesa per la prima volta anche per le start up innovative. Pertanto, come si è accennato nel paragrafo 2.1, le suddette nuove realtà imprenditoriali dal 2015 possono avviare campagne di equity crowdfunding tramite appositi portali individuati dalla Consob. La possibilità di partecipare alle campagne di raccolta nei portali è stata concessa anche a OICR (Organismi d'investimento collettivo e di risparmio) e alle società di capitali che investono in imprese innovative conseguentemente al già citato Investment Compact. In ottica semplificativa il legislatore, con la delibera del 24 Giugno 2016 di aggiornamento del Regolamento Consob, ha disposto che la valutazione di appropriatezza dell'investimento può essere verificata non solo dagli istituti di credito ma direttamente dal portale di crowdfunding. Inoltre con la Legge di Stabilità 2017 la strada

dell'equity crowdfunding è stata aperta a tutte le Piccole Medie Imprese. Nel 2017 sono stati registrati dalla rivista online StartUpItalia circa 30 investimenti importanti in nuove imprese di cui 3 hanno raccolto in media circa 200K€ tramite piattaforme di equity crowdfunding; per citarne una Mamacrowd ha sostenuto la campagna della start up Scuter nel campo del mobility service raccogliendo un totale di oltre 250K€ su una richiesta di 180K€ da parte della società.

Quando si è parlato del fondo gestito Invitalia Sgr si è accennato ad un interesse da parte del legislatore europeo per quanto riguarda gli aiuti di stato allo sviluppo delle imprese. L'Unione Europea ha dato vita a diversi progetti e fondi a sostegno di start up e pmi innovative e incubatori certificati. In primis è importante fare riferimento ad una delle strategie più importanti dell'UE in tema di sviluppo e supporto delle imprese altamente innovative: SME Instrument di Horizon 2020. Lo strumento per il 2016 ha avuto a disposizione dotazioni finanziarie per 353 milioni di euro mentre per il 2017 oltre 385; opera con più di call annue su 13 ambiti diversi attraverso 3 fasi:

1. Idea to concept: si tratta di 50.000€ a fondo perduto per tutti i vincitori oltre a 3 giorni di consulenza da parte di un esperto.
2. Concept to Market Maturity: co-finanziamento a fondo perduto fino al 70% degli investimenti con un massimo di 2,5 milioni di euro per la progettazione e realizzazione dell'innovazione proposta.
3. Prepare for Market Launch: le imprese ricevono agevolazioni per il lancio del prodotto e per la sua commercializzazione oltre a servizi di networking e accesso al capitale privato.

Nella relazione 2016 del MISE si specifica che start up e pmi innovative possono fare richiesta solo per la fase 1 a meno che la proposta non sia ad uno stadio avanzato; dai dati solo 13 su 67 delle start up innovative sono state selezionate per la fase 2.

Nella comunicazione da parte della Commissione Europea al Parlamento Europeo del 28/10/15 sono state esplicitate le misure agevolative in atto a favore delle start up e pmi innovative a causa del loro ruolo fondamentale riscontrato per lo sviluppo economico. La commissione prende atto delle difficoltà normative che gli imprenditori di start up incontrano a livello normativo e che spesso non permettono loro di vedere il proprio business a livello europeo. Sono stati compiuti numerosi sforzi finanziari da parte dell'Unione Europea per supportare le pmi individuate con colonna portante dell'economia europea. Un dato importante riguarda il FEIS (Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici) il cui 25% è

destinato a sostenere pmi e società a media capitalizzazione garantendo illimitatamente l'accesso al credito tramite la BEI (Banca Europea per gli investimenti). È inoltre in corso di attuazione all'interno del progetto Horizon 2020 la creazione di un fondo partecipato dall'UE ma con lo scopo di attrarre capitali per gli investimenti nel capitale di rischio delle pmi. Sul piano della regolamentazione la Commissione Europea nel 2008 ha emanato lo "Small business act", programma di sostegno all'attività imprenditoriale delle imprese innovative. Il programma è sviluppato lungo 5 direttrici (Garelli, 2012):

1. Sostegno ai mercati, competenze e innovazione sia per l'aumento dei consumi interni sia per l'internazionalizzazione;
2. Aiuto per l'accesso al credito e finanziamenti;
3. Sviluppo dell'imprenditorialità con specifico riferimento al contesto universitario;
4. Creazione di una regolamentazione meno restrittiva ma più efficace e chiara;
5. Misure per l'occupazione e politiche sociali rivolte principalmente ai contributi sociali per l'abbassamento del costo del lavoro.

L'Unione Europea, sulla base dei dati sui tassi di mortalità delle start up, tramite il Fondo Europeo per lo sviluppo Regionale (FESR) ha destinato sostanziali aiuti agli Incubatori d'impresa a causa del valore aggiunto fornito alle start up incubate. L'attività del sopracitato FESR si articola in una prima di fase di creazione dove il gestore del progetto inizia col rinnovare o costruire le facilities e dotare delle apparecchiature necessarie fino a che l'incubatore risulti idoneo ad accogliere i primi clienti. La seconda fase prevede dotazioni finanziarie per il funzionamento dell'attività di incubazione che sorge con l'insediamento dei primi clienti e si conclude quando l'incubatore non abbia più bisogno di mantenere gli standard patrimoniali richiesti dal progetto in esame. I risultati di una survey della Corte de Conti Europea (Corte dei Conti, 2014) a titolo di audit sull'effettiva buona riuscita del co-finanziamento fanno emergere nel periodo 2000-2013 un totale di 1,2 miliardi di euro nei 4 stati oggetto del sondaggio (Repubblica Ceca, Spagna, Polonia, Regno Unito). Sulla base di poi di un campione di 27 incubatori la Corte ha stimato un costo medio per progetto di 6,1 milioni di euro coperti dal FESR per il 42%. La valutazione delle performance degli incubatori controllati si è focalizzata sull'adeguatezza degli equipaggiamenti e della costruzione e sui risultati conseguiti. Nella maggior parte dei 49 incubatori l'edificio e gli equipaggiamenti sono stati progettati come previsto e si sono ben adattati favorendo uno spazio d'impiego funzionale alla contaminazione e alla comunicazione d'idee. Dal punto di vista dei risultati le variabili prese in considerazione sono state a) il numero di piani aziendali creati b) il numero di

start up incubate c) numero di posti di lavoro creati. Per il punto a) ogni incubatore in media ha contribuito alla realizzazione di circa 20 piani aziendali riuscendo ad incubare quindi b) 15 start up creando nell'arco temporale 2000-2013 c) 147 posti di lavoro. La Corte ha paragonato i risultati ottenuti con incubatori certificati di riferimento osservando che quest'ultimi hanno ottenuto numeri molto maggiori rispetto a quelli controllati dal FESR. La spiegazione che fornisce la Corte riguarda l'impiego delle risorse dal momento che è emerso che per ogni tranche da 100.000€ gli incubatori controllati hanno creato 5,3 posti di lavoro a fronte dei 9,6 degli incubatori certificati di riferimento. Un'ultima importante osservazione scaturita dal rapporto della Corte dei Conti Europea ha ad oggetto la sostenibilità finanziaria dei progetti creati. Mantenendo sempre il confronto con gli incubatori certificati di riferimento, si è osservato che la popolazione controllata dal FESR come percentuale di entrate aventi origine dai servizi svolti per i progetti interni ha registrato un 72% mentre per quelli di riferimento solo il 34% beneficiando per il resto di finanziamenti pubblici o privati.

A chiusura è doverosa una considerazione sul financing gap strutturale che pmi e start up innovative incontrano nelle loro fasi iniziali a differenza delle pmi tradizionali. Ciò è dovuto in larga parte all'utilizzo di nuove tecnologie e nuovi metodi di produzione e fornitura di beni e servizi che rendono più lungo il raggiungimento di un cash flow positivo (Gualandri, Schwizer, 2008) e di conseguenza anche l'accesso ai capitali risulta difficile non essendoci un bacino di investitori ampio nel nostro territorio. La mancanza di enti investitori è stato denunciato anche da Salvo Mizzi, CEO di Invitalia Ventures Sgr in un articolo di Repubblica (01/05/17) in particolare confrontando i numeri italiani che contano appena 10 operatori di Venture Capital e 180 milioni di Euro investiti nel 2016 con i dai francesi che vedono 140 VC e un ammontare di investimenti che ha toccato i 2,7 miliardi di Euro. In una prospettiva quinquennale, come già visto in Horizon 2020, l'intervento delle strutture di accelerazione/incubazione congiuntamente ai fondi di venture capital saranno fondamentali per lo sviluppo della nostra economia.

Cap. 3 Case Study: M31 Italia Srl

3.1 Presentazione

La storia di M31 ripercorre tutti gli elementi distintivi degli incubatori d'impresa descritti nel capitolo 1 e in aggiunta molte delle sue incubate hanno usufruito dei finanziamenti e delle agevolazioni illustrate nel capitolo 2. Il fondatore, Ruggero Frezza, è stato professore di controlli automatici e visione computazionale presso la facoltà di Ingegneria dell'Università di Padova. Fino al 2006 aveva già dato vita ad alcune start up, come E-motion nel 1999, in collaborazione con i suoi studenti poi, come spiega in un'intervista per StartUpItalia (2016), insieme ad alcuni colleghi docenti e amici imprenditori scelse di lasciare la carriera accademica per far confluire le proprie energie nel progetto M31: struttura che favorisse il trasferimento tecnologico dall'ambiente universitario all'industria. Il 2008 rappresentò il turning point per l'incubatore dopo l'investimento da parte del conte Giannino Marzotto che fece da apripista ad un susseguirsi di altri importanti investitori. Ad oggi le realtà imprenditoriali presenti in M31 si aggirano sulla decina e l'interesse da parte di investitori sempre più importanti è in continua crescita.

3.2 Business Model e settori di interesse

M31 Italia Srl, con sede a Padova proprio nei pressi nel polo universitario della città, viene definito come un Venture Incubator. Il termine inglese sta ad indicare che la sua attività caratteristica consiste nell'investire in imprese ad alta tecnologia e attraverso il trasferimento tecnologico valorizzare la ricerca proveniente dall'ambiente accademico e da centri scientifici. Alla luce di quanto detto in precedenza nel Capitolo 1, M31 Italia rientra di diritto nella classe degli IPI (Independent Private Incubator) in quanto realtà distaccata, per quanto riguarda gli assetti proprietari, dall'Università e dalla pubblica amministrazione avendo pertanto obiettivi parificati a quelli di un'impresa privata.

L'organizzazione interna è un elemento distintivo di M31 e, evidentemente, anche un vantaggio competitivo. La struttura è assimilabile a quella di una holding operativa (Gubitta et al., 2015) dove alla vetta è presente M31 Italia il cui core business è, come il fondatore Ruggero Frezza ha spiegato in un'intervista (Il Messaggero 10/12/15), avviare nuove imprese valorizzando i risultati della ricerca accademica. La società è iscritta nella sezione speciale del Registro Imprese per gli Incubatori Certificati d'Impresa come risulta anche dall'ultimo riepilogo fornito da Infocamere il 10 Aprile 2017 il quale descrive M31 Italia come erogatore di attività di supporto per le imprese con un valore della produzione intorno al milione di

Euro, dipendenti da 5 a 9 e un valore del capitale stimato vicino ai 2,5 milioni di Euro. Le suddette attività di supporto alle start up incubate sono principalmente di consulenza contabile, fiscale e legale ma anche di supporto al management e alle risorse umane. Particolare attenzione viene posta nei confronti della finanza agevolata, di cui si è ampiamente discusso nel Capitolo 2, che viene gestita da un ufficio interno preposto a tale attività con l'ausilio di una società specializzata esterna, come di fatto avviene per le altre consulenze menzionate precedentemente.

Un'attività invece propria del business dell'incubatore è lo scouting di nuove realtà da avviare all'interno della struttura che nel linguaggio dei Venture Capitalist viene indicato come Deal flow, flusso costante di potenziali acquisizioni in quantità tale da permettere di trovare il business che corrisponda ai criteri posti per l'investimento (BusinessDictionary). Il Deal Flow è in ogni caso accompagnato anche dalla ricerca, da interpretarsi come continuo aggiornamento sulle ultime tendenze in campo tecnologico e sui temi inerenti ai settori di sbocco delle start up.

La realtà più importante presente nelle facilities di M31 Italia in termini di valore e di dimensioni è rappresentata da Si14 S.p.a.. Il Presidente e fondatore Prof. Frezza ha definito, in un suo intervento al Wired Next Fest 2016, la realtà di Si14 comparandola ad M31 in particolare spiegando che se l'attività di quest'ultima è vicina ad un acceleratore d'impresa, la prima può dirsi un acceleratore di prodotto. Si14 è una società che accoglie principalmente competenze ingegneristiche e informatiche per realizzare per conto di imprese esterne e per i suoi spin-off nuove tecnologie. La società impersona il technology transfer all'interno dell'incubatore M31 in quanto svolge l'attività di intermediario tra gli innovatori provenienti sia dall'interno dell'azienda sia dall'esterno, in primis Università, e chi è in grado di commercializzare il prodotto e avviarlo all'industrializzazione (Siegel et al. 2007 in Gubitta et al., 2015). Il core business di Si14 si sviluppa 4 direttrici:

1. Design: concept e disegno di nuovi prodotti;
2. Engineering: ingegnerizzazione dei nuovi prodotti, offrendo servizi anche a progetti derivanti da imprese terze;
3. Product: gestione della supply chain e della produzione;
4. Platform: implementazione di soluzioni per realtà esistenti.

Si14 vanta un portafoglio clienti costituito principalmente da grandi aziende di diversi settori e dai suoi due spin-off. Tra i grandi player che comprano innovazione in Si14 si trovano per la moda Gucci e il Gruppo Marzotto, per il settore meccanico Magneti Marelli, per il settore

Sport Tecnica e Luna Rossa. L'offerta strategica si articola lungo due linee: Si14 offre servizi di engineering e progettazione del minimum viable product, strategia e processo diretto verso la realizzazione e vendita di un prodotto per determinati clienti (Blank, 2013) ma offre anche servizi che variano dal supporto alla certificazione della qualità alla strutturazione del business model, dallo sviluppo del network alla progettazione di strategie Go-To-Market.

Per quanto concerne i due spin-off di Si14 S.p.a. questi sono due realtà nate da progetti di ricerca e sviluppo ed avviate come imprese indipendenti restando comunque partecipate sia da Si14 che da M31 Italia. Il primo dei due spin-off è Wear It S.r.l., operatore del settore sport. La start up innovativa offre soluzioni ai propri clienti tramite un supporto di sport-metrics capace di tracciare e registrare accuratamente le performance per qualsiasi sport. Le soluzioni hardware e software che offre Wear It sono estremamente personalizzate come è richiesto dal trend del mercato caratterizzato dalla sempre maggiore mass-customization (Tunisini et al. 2014) della value purpose (Kotler et al., 2015). Lo spin-off si propone come sviluppatore di offerte per imprese ma anche come ideatore di prodotti da vendere direttamente al consumatore finale. Tra i clienti più noti per cui Wear It ha lavorato si possono trovare per lo sci il colosso Tecnica e per la barca a vela Luna Rossa. Il secondo spin-off nato in Si14 è D-Eye S.r.l., fautore di una tecnologia innovativa disruptive per il settore biomedico in particolare per l'oftalmologia. D-Eye ha progettato un dispositivo che trasforma lo smartphone in un oftalmoscopio digitale. Il device permette di sostituire il macchinario utilizzato dagli oculisti per la lettura della retina utilizzando il cellulare come schermo e mezzo di archiviazione e trasmissione dei dati registrati. I principali vantaggi competitivi dell'offerta sono rappresentati dalla portabilità dello strumento il quale permette di effettuare uno screening della retina ovunque e di condividerlo istantaneamente e dalla semplicità dell'ergonomia del prodotto. Il sistema di screening della retina, possessore inoltre di un brevetto registrato sia nell'Unione Europea sia negli Stati Uniti, permette di individuare circa l'80% delle disfunzioni tra cui il glaucoma e la retinopatia diabetica. I punti di forza a livello clinico sono rappresentati dalla minima invasività dell'esame che per altro non produce lacrimazione come invece fa l'esame con macchinario ordinario e l'applicabilità a pazienti di giovane età o ricoverati. Il sistema D-Eye oggi è disponibile per Iphone 5 fino al più recente Iphone 7. L'offerta del servizio è rivolta a studi privati di oculisti oltre alle aziende ospedaliere sia domestiche che nel resto del mondo grazie ad una sede operativa situata in California.

Le imprese invece direttamente incubate da M31 Italia e non per il tramite di Si14 ad oggi sono 5. Rimanendo in tema di tecnologie per il campo della medicina e ancora più nello

specifico nell'oftalmologia tra le imprese incubate in M31 si ritrova Adaptica S.r.l.. La società, dotata di sede propria distaccata da quella dell'incubatore certificato, ha progettato nel 2011 un macchinario, 2Win, in grado di effettuare un esame della vista completo da circa un metro di distanza. Il fondatore, Ivan Capraro dottorato in Ingegneria all'Università di Padova, nel 2009 in un evento di incontro tra università e aziende venne in contatto col Prof. Frezza che subito accolse l'idea permettendo la nascita di Adaptica sviluppando il business model in M31. Gli elementi distintivi del prodotto sono, come già indicato, la possibilità di effettuare l'esame visivo a distanza permettendo anche ai bambini di sottoporsi senza problemi e la portabilità, in quanto non si tratta di un asset ingombrante ma facilmente trasferibile (Il Foglio, 2015). Nella galassia M31, il nome dell'incubatore deriva proprio dalla galassia Andromeda (Astrolink, Mclink), Uqido S.r.l. rappresenta una delle realtà più singolari. La start up innovativa racchiude in sé diversi progetti; quello con cui è nata è un sistema denominato Simon, dai fondatori Pier Mattia Avesani e Alberto Silletti, che aiuta a gestire il problema delle code (il nome è un acronimo per (U)you Queue I Do) e dei tempi lunghi di attesa. Il sistema ha trovato subito blue ocean (Johnson et al., 2014) nel settore della pubblica amministrazione trovando un importante cliente nella ULSS16 di Padova. Uqido ha sviluppato software per il digital marketing e l'engagement della clientela oltre che software gestionali. Sta conducendo inoltre attività di ricerca e sviluppo all'interno delle facilities di M31 per progetti di realtà virtuale aumentata e, per il biomedicale, per la realizzazione di un macchinario per la mappatura dei nei. M31 Italia partecipa poi all'accelerazione di un'impresa attiva nel settore delle connessioni wireless: Adant Technologies Inc. La società, che ha una sede a Padova ma opera prevalentemente con base negli Stati Uniti d'America, ha sviluppato un'antenna avanzata che permette di potenziare la ricezione del segnale wifi canalizzando la potenza del segnale solo dove è necessaria. Le ultime due stelle della galassia M31 sono due realtà estremamente uniche che hanno raccolto, come si vedrà in seguito, l'interesse di molti investitori. Mogeas Ltd con base a Londra ma ideata da Bruno Zamborlin, Bassano del Grappa, è sul mercato con un dispositivo che permette, tramite sensori, di trasformare qualsiasi oggetto in musica connettendolo ad un pc. Recentemente è uscita la versione per professionisti del prodotto essendo molto apprezzato dalla comunità musicale internazionale. Zehus Srl è invece di tutt'altro settore in quanto nasce innanzitutto come spin off del Politecnico di Milano ed è divenuto poi start up all'interno di M31. La tecnologia trasferita in questa realtà riguarda la bicicletta; si tratta di un sistema di propulsione tramite la sinergia umano-elettrica. Le biciclette Zehus (Zero emission human synergy) sono dotate di un motore, come le già esistenti bici elettriche, ma totalmente alimentato dall'energia prodotta dalle pedalate del ciclista.

Per quanto riguarda il business dell'incubatore privato, come già indicato nel capitolo 1, le cosiddette exit delle imprese incubate, intese come cessione delle quote detenute in esse, rappresentano le percentuali maggiori delle entrate. M31 Italia recentemente ha effettuato l'exit di Centervue, altra impresa attiva nel settore oftalmologico nello screening della retina nata nell'incubatore nel 2008. L'intera quota di M31 Italia in Centervue pari al 21,25% è stata ceduta al gruppo Zignago Holding Spa di proprietà della famiglia Marzotto. Risultato della recente attività di deal flow è stata invece l'accelerazione da parte di M31, nel corso di Maggio 2017, di Unipiazza: La start up, presente in 5 città universitarie, che si propone come versione digital delle carte fedeltà rivolta ad un target di piccoli esercenti con clientela di studenti universitari.

3.3 Financing

Riprendendo quanto detto nel paragrafo 3.1 M31 Italia dopo aver suscitato nel 2008 l'interesse della famiglia Marzotto ha ottenuto fondi da importanti player sia nazionali sia europei. Nel 2010 l'incubatore è stato preso di mira da uno dei big del private equity tramite il suo fondo per technology transfer TT Ventures: Quadrivio Capital Sgr. Il fondo è uno dei 12 gestiti da Quadrivio e il primo fondo in Italia dedicato all'innovazione e al trasferimento tecnologico. TT Ventures ha posto come principale focus le imprese con alto contenuto innovativo che operino in settori di tangible technologies, oggi conta oltre 19 partecipate oltre ad investimenti in altri 4 fondi affini. Tra gli investimenti di TT Ventures sono presenti altri acceleratori d'impresa prevalentemente nel settore biomedicale, spin off universitari e altri fondi di venture capital domestici e internazionali. M31 nel 2014 ha acquisito il 100% delle quote di Seed Lab, acceleratore per imprese a contenuto tecnologico di proprietà del fondo. Per quanto concerne invece i fondi provenienti dal territorio regionale in primis è presente la società finanziaria Veneto Sviluppo S.p.a. da oltre 4 anni. L'intermediario finanziario è partecipato al 51% dalla Regione Veneto e per il restante 49% da banche tra cui i due maggiori gruppi italiani Unicredit e Intesa San Paolo. La società opera sia come private equity, investendo in capitale di rischio ma anche offrendo garanzie e altri strumenti di finanza agevolata. Veneto Sviluppo ha implementato un progetto di investimento, già presente nella finanziaria, in capitale di rischio di start up tecnologiche in Veneto arrivando a 35 milioni di Euro, selezionando internamente le realtà imprenditoriali o affidandosi ai due maggiori incubatori veneti: M31 Italia e H-Farm (Corriere Innovazione, 2014). Il modello di M31 è stato poi in grado di attirare l'interesse del più volte menzionato nel Cap.2 Fondo d'Investimento Invitalia Venture. Dalla Relazione annuale su Pmi e start up, citata nel paragrafo dei finanziamenti, il Fondo Italia Venture I al 30 Giugno 2016 avviato 5

investimenti di cui 2 appartenenti alla galassia M31. Come si era spiegato precedentemente il fondo interviene con un co-investimento, nel caso di D-Eye Srl Invitalia Venture ha trovato due partner per l'investimento in Innogest Sgr e nella Fondazione Giuseppe e Annamaria Cottino raggiungendo una cifra raccolta pari a 1,5 milioni di Euro. La seconda start up che ha raccolto equity dal fondo partecipato dal MISE è Zehus Srl. Lo spin off del Politecnico di Milano grazie all'investimento del Fondo Italia Venture I ha trovato un partner strategico come Vittoria Industries, leader mondiale nella produzione di ruote per cicli che ha partecipato al co-investimento di 1,5 milioni di Euro insieme ad un altro colosso nell'automotive business come Eldor Corporation.

Di recente alcuni colossi della finanza mondiale hanno mostrato particolare attenzione per gli incubatori italiani. Deutsche Bank ha stipulato un accordo con 3 incubatori tra cui i due veneti, i già citati M31 Italia e H-Farm, e il milanese Polihub della Fondazione del Politecnico di Milano. La banca ha messo a disposizione un plafond per le start up di 5 milioni di Euro a condizioni agevolate dando la possibilità di un pre-ammortamento fino a 12 mesi. Il modello degli incubatori e degli acceleratori ha suscitato anche tra i grandi protagonisti della finanza poiché credono nell'abilità delle strutture di poter rialzare l'imprenditoria giovanile aiutando non solo a creare nuovi posti di lavoro per i giovani ma un futuro per la società in generale e al paese.

Conclusioni

Il ruolo dell'incubatore d'impresa nello scenario economico attuale si configura come un attore di sostanziale supporto all'innovazione e alla sopravvivenza delle start up. I risultati più rilevanti, esposti nel primo Capitolo, hanno fatto emergere il valore aggiunto che i Business Incubator apportano alle incubate in termini di network e contaminazione delle realtà imprenditoriali accolte nelle loro strutture. Questo aspetto è la prima motivazione per la quale le start up si affidano agli incubatori venendo quindi prima dell'aspetto finanziario. Nel primo capitolo inoltre si è illustrato come oltre l'80% delle imprese intervistate si sia ritenuta soddisfatta e abbia valutato come fondamentali per loro crescita i servizi ricevuti dagli Incubatori. In termini di business, al paragrafo 1.2, si sono indicate le principali differenze a seconda della natura dell'incubatore con particolare evidenza, riportate anche nel caso aziendale nel terzo capitolo, delle politiche di exit. La recente tendenza registra un sempre maggiore avvicinamento delle start up verso incubatori privati rispetto a quelli di natura pubblica. Si è voluto poi inserire nell'elaborato un paragrafo dedicato ai metodi di valutazione delle start up. Si è giunti alla conclusione che il metodo deve essere adattato al tipo di business che si sta andando a valutare e che i Venture Capitalist, ma anche gli incubatori di imprese, possiedono le competenze più adatte per determinare il valore reale delle start up.

Si è ritenuto opportuno nel secondo Capitolo esaminare gli aspetti normativi e fiscali di incubatori certificati, start up e pmi innovative, coerentemente con gli ultimi aggiornamenti da parte del Ministero dello Sviluppo Economico in materie di Industria 4.0. In particolar modo si è esaminata la procedura di incentivazione alla ricerca fornita dallo strumento del credito d'imposta, in quanto uno dei maggiormente utilizzati da parte delle imprese ad alto contenuto tecnologico. Le scelte del legislatore sono sempre in ottica semplificativa con il fine di rendere la strada più agevole possibile alle start up, soprattutto dal punto di vista dei costi. A mio avviso gli strumenti esposti rappresentano un'agevolazione importante nelle prime fasi di vita delle imprese ma d'altra parte richiedono ancora ingenti sforzi sia da parte delle risorse interne a start e incubatori che da parte dei professionisti. L'obiettivo pertanto dovrebbe essere quello di fornire soluzioni più "smart" per l'accesso alle numerose agevolazioni a disposizione.

Si sono considerate inerenti all'argomento dell'elaborato le misure di finanziamento e investimento adottate dal legislatore domestico e europeo. Dall'analisi è emerso che la maggior parte degli aiuti è strutturato sotto forma di garanzia per l'accesso al credito o di

finanziamento a tasso agevolato e un'offerta carente rispetto ad altri paesi membri di investitori in capitale di rischio. Tuttavia la recente apertura del capitale di start up e pmi innovative all'equity crowdfunding ha riscontrato numeri favorevoli che fanno sperare in una crescita del trend.

La scelta del caso aziendale M31 Italia è frutto anche dell'esperienza di stage curricolare svolta presso il Venture Incubator padovano. La rete dell'incubatore e l'efficacia del suo business model lo hanno reso uno dei casi più di successo in Italia sia per start up create e avviate alla commercializzazione sia in termini di investitori nazionali e esteri attirati. Ciò è stato possibile grazie alla varietà dei settori in cui ha investito le proprie risorse.

Bibliografia

AGENZIA DELLE ENTRATE (2016), *Circolare 11/E, Chiarimenti in tema di Patent Box - Articolo 1, commi da 37 a 45, della legge 23 dicembre 2014, n.190 e successive modificazioni e Decreto del Ministro dello Sviluppo Economico di concerto con il Ministro dell'Economia e delle Finanze del 30 luglio 2015*, Roma 7 Aprile 2016

AGENZIA DELLE ENTRATE (2016), *Circolare 5/E, Articolo 3 del decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, convertito con modificazioni dalla legge 21 febbraio 2014, n. 9, come modificato dal comma 35 dell'articolo 1 della legge 23 dicembre 2014, n. 190 (Legge di Stabilità 2015) – Credito di imposta per attività di ricerca e sviluppo*

AL-MUBARAKI H., BUSLER M. (2012), “*A comparative study of Incubators' landscape in Europe and the Middle East*”, *European Journal of Business and Management*, Vol 4, No.10,

AL-MUBARAKI H., BUSLER M. (2013), “*Incubator successes: Lessons learned from successful incubators towards the twenty-first century*”, *World Association for Sustainable Development*

ART. 19, comma 5, D.P.R. 633/1972

AURICCHIO M., CANTAMESSA M., COLOMBELLI A., CULLINO R., ORAME A., PAOLUCCI E., (2014), “*Gli incubatori di impresa*”, *Banca d'Italia-Questioni di Economia e Finanza*, Numero 216, Aprile

BAYGAN, G. (2003), “*Venture Capital Policy Review: United States*”, *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, 2003/12, OECD Publishing, Paris.

<http://dx.doi.org/10.1787/412177706602>

BAYGAN, G. AND FREUDENBERG M. (2000), “*The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy*”, *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, 2000/07, OECD Publishing, Paris.

<http://dx.doi.org/10.1787/084236411045>

BERGEK A. AND NORRMAN C. (2008), *Incubator best practice: A framework*, *Technovation*, (28), 1-2, 20-28. <http://dx.doi.org/10.1016/j.technovation.2007.07.008>
Copyright: Elsevier Science B.V., Amsterdam. <http://www.elsevier.com/>

Postprint available at: Linköping University Electronic

Press <http://urn.kb.se/resolve?urn=urn:nbn:se:liu:diva-13255>

BERK J., DE MARZO P., 2015, *Finanza Aziendale*, Cap. 9, Pearson Italia, Milano

BORELLI CASIERE D. (2015), *La start up innovativa, Quaderni di diritto, mercato e tecnologia*, MiBACT, CREDA, IAIC, Numero 1 Anno V Gennaio/Marzo

BOSCHETTI C., GRANDI A., GRIMALDI R. (2003), *Risorse, competenze e incubatori di impresa*, sinergie n. 61-62/03

BRUNEEL J., D'ESTE P., SALTER A. (2010), *Investigating the factors that diminish the barriers to university–industry collaboration*, Elviesier Research Policy 2010

BÜCHI G., CASALEGNO C., CONICELLA F., DAYON A., PELLICELLI M., SCHIESARI R. (2014), *Real options as sustainable business evaluation method in the biotech and med-tech industry*, BIOINDUSTRY PARK SILVANO FUMERO S.p.A. • Bi.P.Ca. S.p.A. A qualitative and empirical approach.

CAMERE DI COMMERCIO, *L'incubatore Certificato, Adempimenti amministrativi ed informazioni sulle nuove imprese dedicate all'innovazione*, Legge n. 221 del 17 dicembre 2012

CARLO CALENDIA, MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO (2016) *Relazione annuale al parlamento sullo stato di attuazione e sull'impatto della policy a sostegno delle startup e delle PMI innovative*, Edizione 2016

CETRA A., CIAN M., DACCO' A., DE ACUTIS M., GINEVRA E., MIRONE A., PISANI L., SANFILIPPO P.M., SANTAGATA R., SARTI D., SCIARRONE ALIBRANDI A., SCIUTO M., (2014), *Diritto commerciale, Aggiornato alla legge 11 agosto 2014, n.116, Diritto delle società, Diritto del sistema finanziario*, G. Giappichelli Editore, Vol. II, pag. 571-574

CIOLI V. (2010) *“Modelli di business e creazione di valore nella New Economy”* Franco Angeli 2005-2010

CORTI DEI CONTI EUROPEA (2014) *Relazione Speciale sul Fondo Europeo di Sviluppo Regionale*

COSTA G., GUBITTA P., PITTINO D. (2014) *Organizzazione aziendale mercati, gerarchie e convenzioni, terza edizione* Milano [etc.]: McGraw-Hill Education, pag. 200-213

EUROPEAN COMMISSION ENTERPRISE PUBLICATIONS (2002), *Helping the transfer of businesses, A 'good practice guide' of measures for supporting the transfer of businesses to new ownership*

EVCA special paper (2007) "Guide on Private equity and Venture Capital for Entrepreneurs", European Venture Capital Association, Novembre

GARELLI R. (2012) *Le imprese italiane di fronte alla crisi: misure di sostegno per le start up*, Impresa Progetto - Electronic Journal of Management, n. 2, 2012

GUALANDRI E., SCHWIZER P. (2008), *Bridging the Equity gap: il caso delle PMI innovative*, Studi e Note di Economia Anno XIII, n. 1-2008, pagg. 101-138

GUBITTA P., TOGNAZZO A., DESTRO F. (2015) *Signaling in academic ventures: the role of technology transfer offices and university funds*, The Journal of Technology Transfer · March

KOTLER P., ARMSTRONG G., SCOT W.G. (2015), *Principi di Marketing*, Pearson

INFOCAMERE (2017), *Riepilogo sulle società iscritte alla sezione degli incubatori*
Aggiornamento al 10 aprile 2017

JOHNSON G., WHITTINGTON R., SCHOLES K. (2014), *Strategia Aziendale*, Pearson

LEGGE DI STABILITÀ 2015 (art. 1, commi 37-45)

[DECRETO LEGGE 18.10.2012, N. 179](#) Legge 17 Dicembre 2012 N.221, *Decreto Crescita 2.0*

KUDLAWICZ C., BACH T., SENFF C. (2015), *Fundraising and its difficulties: the case of the Incubators of Paraná*, REBRAE, Curitiba, v. 8, n. 3, p. 371-385, sep./dec.

MIAN S., LAMINE W., FAYOLLE A. (2016), *Technology Business Incubation: An overview of the state of knowledge*, Technovation, Elsevier Ltd.

PICCALUGA A., LAZZERONI M., (2000) *Xxix Conferenza Italiana Di Scienze Regionali, L'evoluzione Dell'università: Nuovi Profili E Nuovi Metodi Di Analisi*

RAZZINI B. (2010), *Valutazione di Start Up. Case Analysis: Incubatori di primo miglio, Business Angels e Venture Capital. Metodi di investimento nel capitale di rischio*.XXIII Ciclo della Scuola di Dottorato di Ricerca in Finanza, Università degli Studi di Trieste

RICE M. AND MATTHEWS J. (1995), *Growing New Ventures, Creating New Jobs: Principles and Practices of Successful Business Incubation*,

SENTANA E., GONZÁLEZ R., GASCÓ J., LLOPIS J. (2017) *The social profitability of business incubators: a measurement proposal*, *Entrepreneurship & Regional Development*, 29:1-2, 116-136, DOI: 10.1080/08985626.2016.1255436

MINISTERO DELLE ATTIVITÀ PRODUTTIVE (2005) *Testo e modulistica conformi alle disposizioni del Decreto del 18 aprile 2005 “Adeguamento alla disciplina comunitaria dei criteri di individuazione di piccole e medie imprese”* (G.U. 12 ottobre 2005 – recepisce la Raccomandazione 2003/361/CE)

TUNISINI A., PENCARELLI T., FERRUCCI L. (2014), *Economia e management delle imprese. Strategie e strumenti per la competitività e la gestione aziendale*, Hoepli

TRIGEORGIS L., MASON S. P. (1987) “*Valuing Managerial Flexibility*”. in: *Midland Corporate Finance Journal* 1

VEDOVELLO C., GODINHO M. (2003), *Business incubators as a technological infrastructure for supporting small innovative firms' activities*, *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, January

Articoli di giornali elettronici

BIAGIO S. (26/02/2016), *500mila euro per Mogeas, startup che trasforma in musica qualsiasi oggetto*, *Il Sole 24Ore*, Tecnologia disponibile su http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2016-02-26/500mila-euro-mogeas-startup-che-trasforma-musica-qualsiasi-oggetto-133101.shtml?uid=ACZdAjcC&refresh_ce=1

BLANK S. (22/07/2013), *An MVP is not a Cheaper Product, It's about Smart Learning*, *Steve Blank.com*, disponibile su <https://steveblank.com/2013/07/22/an-mvp-is-not-a-cheaper-product-its-about-smart-learning/>

CARNEVALLI A. (10/12/2015), *Ruggero Frezza, L'imprenditore che ritorna all'Università*, *Il Messaggero*, disponibile su <https://www.m31.com/posts/82-il-messaggero-intervista-ruggero-frezza?locale=it>

FAVERO G. (04/10/14), *Veneto Sviluppo investe in cinque start up high-tech*, *Corriere Innovazione*, Sistemi, 2014 disponibile su <http://corriereinnovazione.corriere.it/sistemi/2014/4-ottobre-2014/veneto-sviluppo-investe-cinque-startup-high-tech-230277279428.shtml>

FELLINI M. (13/01/2017), *Frezza (M31): «Pochi investimenti? Mancano startup forti. E gli incubatori sono superati»*, StartUpItalia!, Lavoro, disponibile su <http://startupitalia.eu/67594-20170113-ruggero-frezza-m31-intervista-incubatori>

FIORE P. (07/06/2016), *L'incubatore veneto di startup manifatturiere che ha conquistato Invitalia Ventures. M31, spiegato*, StartupItalia!, Economia Digitale, Disponibile su: <http://startupitalia.eu/57758-20160607-m31-invitalia-ventures-investimenti>

MORCELLI D. (30/04/2015), *La macchina che ti fa l'esame della vista da un metro ed è stata progettata a Padova*, Il Foglio, disponibile su <https://www.m31.com/posts/68-il-foglio-parla-di-adaptica-e-m31?locale=it>

M. A. (09/12/2016), *Il colosso Deutsche Bank investe e lo fa in Italia*, Notiziario Finanziario, disponibile su <https://www.notiziariofinanziario.com/rubriche/bancario/colosso-deutsche-bank-investe-lo-italia/>

(14/06/2016) *Invitalia e Vittoria Industries investono 1,5 milioni di euro nelle bici elettriche di Zehus*, Il Sole 24Ore, Novatech, disponibile su <https://www.m31.com/posts/113-investimento-da-1-5m-a-zehus-articolo-del-sole-24-ore?locale=i>

(01/06/2016) *Si14 – dall'idea allo sviluppo di un prodotto hi-tech*, Wired National Forum 2016, Video Intervista, disponibile su <http://www.cnlive.it/tech/2016/06/01/wnf16-si14-dallidea-allo-sviluppo-un-prodotto-hi-tech.html>

(02/12/2014) *Matrimonio tra acceleratori di imprese: M31 compra SeedLab*, Il Sole24Ore, Nova24 Tech, disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2014-12-02/matrimonio-acceleratori-imprese-m31-compra-seedlab-144200.shtml?uuid=ABT8esKC>

PEVERARO S. (06/02/2017), *M31 cede a Zignago Holding la sua quota in CenterVue*, MilanoFinanza, Mergers and Acquisitions, 2017 disponibile su <https://www.milanofinanza.it/news/m31-cede-a-zignago-holding-la-sua-quota-in-centervue-201702051252071511>

<http://www.quadrivosgr.com/venture-capital/>

<https://www.m31.com/>

<https://www.si14.com/?locale=it>

<https://www.d-eyecare.com/>

<http://www.adant.com/>

<http://www.uqido.com/>

