



pugliasviluppo

Aggiornamento
Valutazione *ex ante*
dello Strumento Finanziario
nella forma dell'Equity

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1. ANALISI DEL CONTESTO ECONOMICO-SOCIALE E FINANZIARIO DI RIFERIMENTO	4
1.1 Analisi del contesto macro-economico internazionale ed europeo	4
1.2 Analisi del contesto macro-economico nazionale e regionale pugliese.....	7
1.3 Analisi del sistema imprenditoriale nazionale e regionale pugliese	9
1.4 Le modalità di finanziamento delle imprese alternative/complementari al credito bancario: il capitale di rischio	10
2.1 Fondo Equity.....	12
CAPITOLO 3. STIMA E QUANTIFICAZIONE DEI FALLIMENTI DI MERCATO	13
3.1. Funzionamento dello SF Fondo Equity	14
3.2 Analisi quantitativa dello SF Fondo Equity	15
3.3 Proporzionalità dell'intervento dello strumento finanziario.....	19
3.4 Sintesi	20
CAPITOLO 4. CONCLUSIONI	21

INTRODUZIONE

Il presente documento è redatto al fine di aggiornare la Valutazione ex ante relativa allo “Strumento finanziario Equity Puglia”.

In maniera coerente con quanto previsto dal capitolo 8 “Disposizioni sull’aggiornamento della valutazione ex ante” secondo il quale, “poiché gli strumenti finanziari previsti sono implementati sulla base di obiettivi ben definiti della politica economica comunitaria, si può procedere con aggiornamenti derivanti dalla variazione delle condizioni di contesto e di mercato e dai risultati degli strumenti durante la loro attuazione.”

In particolare, nel presente documento si intende procedere all’aggiornamento dei *drivers* Analisi degli scostamenti degli obiettivi rispetto ai risultati ottenuti e Analisi delle risorse e adeguamento delle risorse a valere sullo strumento agevolativo rispetto alla domanda osservata dei beneficiari.

Nello specifico, a seguito del riesame relativo alla realizzazione degli obiettivi e all’aggiornamento dell’analisi della situazione del mercato, il presente documento intende aggiornare la strategia di attuazione dello strumento, incrementando il volume della dotazione finanziaria.

L’aggiornamento della Valutazione ex ante è redatto ai sensi dell’art. 58 del Regolamento UE 1060/2021 ed è riferito alla implementazione dello strumento finanziario nella forma dell’Equity, anche per il ciclo di Programmazione 2021/2027.

Di seguito si riporta l’elenco delle fonti utilizzate per il presente aggiornamento:

AIFI, “2021 Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt”;

AIFI, “Rapporto Italia 2021 Venture Capital Monitor”;

Banca d’Italia, “Bollettino Economico”, gennaio 2022;

Banca d’Italia, “Economie regionali – L’Economia della Puglia”, novembre 2021;

Banca d’Italia, “Economie regionali – L’Economia della Puglia”, giugno 2022;

Cerved-Confindustria, “Rapporto regionale PMI 2021”;

Ministero dello Sviluppo economico, “Relazione annuale al Parlamento” 2021.

CAPITOLO 1. ANALISI DEL CONTESTO ECONOMICO-SOCIALE E FINANZIARIO DI RIFERIMENTO

1.1 Analisi del contesto macro-economico internazionale ed europeo

Nel secondo semestre del 2021, la recrudescenza della pandemia e le persistenti strozzature dal lato dell'offerta generano rischi al ribasso per l'attività economica. L'inflazione è ulteriormente aumentata pressoché ovunque, a causa del rialzo dei prezzi dei beni energetici, di quelli degli input intermedi e della ripresa della domanda interna.

Nel terzo trimestre 2021 il Prodotto interno lordo (PIL) ha rallentato sia nelle maggiori economie avanzate, con l'eccezione dell'area dell'euro, sia in quelle emergenti (tav. 1). Negli Stati Uniti ha pesato la decelerazione dei consumi a causa della diffusione della variante Delta durante i mesi estivi; nel Regno Unito il ciclo economico ha risentito, oltre che della situazione pandemica, anche della perdurante carenza di scorte di beni e di manodopera nei settori legati alla distribuzione. In Giappone il prodotto è diminuito soprattutto per la presenza di restrizioni in molte zone del Paese, stante lo stato di emergenza, imposte per contenere l'epidemia. Anche l'economia cinese ha mostrato decisi segnali di rallentamento, connessi principalmente con la flessione del settore immobiliare. Le economie emergenti continuano a registrare condizioni cicliche più deboli rispetto ai principali paesi avanzati, soprattutto nella manifattura.

Tavola 1_ Crescita del PIL e inflazione (fonte: Banca d'Italia, Bollettino Economico, gennaio 2022, pag. 8)

Crescita del PIL e inflazione <i>(variazioni percentuali)</i>				
PAESI	Crescita del PIL			Inflazione (1)
	2020	2021 2° trim. (2)	2021 3° trim. (2)	2021 dicembre (3)
Paesi avanzati				
Giappone	-4,5	2,0	-3,6	0,6
Regno Unito	-9,7	23,9	4,3	5,4
Stati Uniti	-3,4	6,7	2,3	7,0
Paesi emergenti				
Brasile	-3,9	12,3	4,0	10,1
Cina	2,2	7,9	4,9	1,5
India	-7,0	20,1	8,4	5,6
Russia	-3,0	10,5	4,3	8,4

Fonte: statistiche nazionali.

(1) Variazione tendenziale dell'indice dei prezzi al consumo. – (2) Per i paesi avanzati, variazioni sul periodo precedente, in ragione d'anno e al netto dei fattori stagionali; per i paesi emergenti, variazioni sul periodo corrispondente dell'anno precedente. – (3) Per il Giappone, novembre 2021.

Tavola 2 Scenari macroeconomici (Banca d'Italia, Bollettino Economico, gennaio 2022, pag. 10)

Scenari macroeconomici (variazioni e punti percentuali)					
VOCI	2020 (1)	Previsioni (2)		Revisioni (3)	
		2021	2022	2021	2022
PIL					
Mondo	-3,4	5,6	4,5	-0,1	0,0
<i>di cui:</i>					
Paesi avanzati					
Area dell'euro	-6,4	5,2	4,3	-0,1	-0,3
Giappone	-4,5	1,8	3,4	-0,7	1,3
Regno Unito	-9,7	6,9	4,7	0,2	-0,5
Stati Uniti	-3,4	5,6	3,7	-0,4	-0,2
Paesi emergenti					
Brasile	-3,9	5,0	1,4	-0,2	-0,9
Cina	2,2	8,1	5,1	-0,4	-0,7
India (4)	-7,3	9,4	8,1	-0,3	0,2
Russia	-3,0	4,3	2,7	1,6	-0,7
Commercio mondiale	-8,4	10,8	4,8	-0,4	-

Fonte: Per il PIL, OCSE, *OECD Economic Outlook*, dicembre 2021; per il commercio mondiale, elaborazioni Banca d'Italia su dati di contabilità nazionale e doganali.

(1) Per l'area dell'euro, il Brasile e la Cina, dati di contabilità nazionale. – (2) Variazioni percentuali. – (3) Punti percentuali. Revisioni rispetto a OCSE, *OECD Interim Economic Outlook*, settembre 2021 e, per il commercio mondiale, rispetto a Banca d'Italia, *Bollettino economico*, 4, 2021. – (4) I dati si riferiscono all'anno fiscale con inizio ad aprile.

Secondo le previsioni diffuse in dicembre 2021 dall'OCSE, il prodotto mondiale è cresciuto del 5,6 per cento nel 2021 e rallenterà al 4,5 per cento nell'anno in corso (cfr. tav. 2). Le prospettive si mantengono eterogenee tra paesi: il prodotto nelle economie avanzate tornerà in linea con il trend precedente l'inizio della pandemia il prossimo anno, mentre la ripresa rimarrà più fragile nelle economie emergenti, soprattutto in quelle meno sviluppate.

Con riferimento all'andamento dei prezzi delle materie prime, nel 2021, dopo un forte calo in novembre, il prezzo del greggio è tornato sopra gli 80 dollari al barile. Dal lato dell'offerta sia la decisione degli Stati Uniti di attingere alle riserve petrolifere, sia la volontà dei paesi OPEC+ di rispettare l'impegno ad aumentare la produzione hanno comportato pressioni al ribasso. Tuttavia, all'inizio dello scorso gennaio i corsi petroliferi hanno mostrato decisi segnali di ripresa – con il prezzo del Brent di nuovo sopra gli 80 dollari al barile – legati a indicazioni favorevoli circa un impatto di Omicron sulla domanda di greggio più limitato rispetto a quanto atteso alla fine di novembre. I contratti futures segnalano un leggero incremento dei prezzi nei primi mesi del 2022, cui seguirebbe un calo dalla metà dell'anno.

Il prezzo del gas naturale resta elevato in Europa, sospinto da più fattori. Le tensioni con la Russia relative alla sospensione temporanea dell'utilizzo del gasdotto Nord Stream 2, che si sono acuite

alla metà di novembre, le rigide temperature registrate nei paesi nordici e un'alta domanda per la produzione di energia elettrica hanno ridotto significativamente il livello delle scorte. Tuttavia, il maggiore afflusso di gas liquefatto con navi cargo dagli Stati Uniti durante gli ultimi giorni del 2021 ha contribuito ad un abbassamento delle quotazioni. In base ai prezzi dei futures, i rialzi osservati nella seconda parte dello scorso anno rientrerebbero solo in parte nel corso del 2022.

Area euro

Nel 2021, dopo due trimestri di forte espansione, nell'area dell'euro l'attività economica ha rallentato nell'ultima parte dell'anno, per effetto della risalita dei contagi e della conseguente introduzione di misure di contenimento via via più stringenti, nonché del perdurare delle strozzature dell'offerta che stanno ostacolando la produzione manifatturiera. L'inflazione ha toccato il valore più elevato dall'avvio dell'Unione monetaria, risentendo soprattutto dei rincari eccezionali della componente energetica.

La variazione dei prezzi al consumo in dicembre è stata pari al 5,0 per cento sui dodici mesi, toccando il valore più elevato dall'avvio dell'Unione monetaria. Questo andamento è ascrivibile per circa metà alla componente energetica. Vi incidono inoltre fattori temporanei connessi con le misure fiscali varate nel 2020 in Germania. L'inflazione di fondo si è attestata al 2,6 per cento. Il rallentamento dei prezzi dei servizi è stato compensato dall'accelerazione di quelli dei beni industriali non energetici; anche quest'ultima è associata ai forti rincari delle materie prime e degli input intermedi, la cui scarsità a livello globale dovrebbe esaurirsi nel corso del 2022.

Per garantire il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione simmetrico del 2 per cento, in linea con la sua nuova strategia di politica monetaria, il Consiglio prefigura di mantenere i tassi di interesse di riferimento su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non emergano prospettive che l'inflazione raggiunga il target ben prima della fine del suo orizzonte triennale di proiezione e in maniera durevole, e sino a quando i progressi conseguiti dalla componente di fondo non siano sufficientemente avanzati da risultare coerenti con lo stabilizzarsi dell'inflazione sul 2 per cento nel medio periodo.

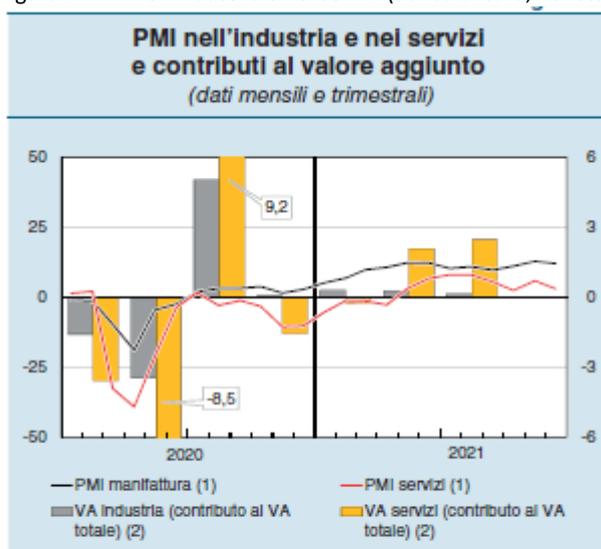
1.2 Analisi del contesto macro-economico nazionale e regionale pugliese

Contesto nazionale

Nel corso del 2021, la crescita in Italia è proseguita a un ritmo elevato nel terzo trimestre del 2021, sostenuta soprattutto dai consumi delle famiglie. Il PIL ha registrato un forte rallentamento nel quarto trimestre, risentendo della recrudescenza della pandemia, in aggiunta alle persistenti difficoltà di approvvigionamento delle imprese. Nel terzo trimestre 2021 il PIL è aumentato del 2,6 per cento sul periodo precedente (dal 2,7% nel secondo rispetto al primo), sospinto principalmente dall'ulteriore, marcata espansione dei consumi delle famiglie. A partire dalla primavera ha ripreso vigore soprattutto la spesa in servizi del commercio, trasporto e alloggio determinando un'accelerazione dell'attività nell'intero comparto terziario. Il valore aggiunto ha invece decelerato nelle costruzioni e, in misura minore, nell'industria in senso stretto, dopo la forte espansione nella prima parte dell'anno.

Nell'ultimo trimestre del 2021 il PIL avrebbe registrato una significativa decelerazione, aumentando dello 0,5 per cento sui tre mesi precedenti. Vi ha inciso soprattutto l'impatto sui consumi esercitato dalla recrudescenza dei contagi, in aggiunta alle persistenti difficoltà di offerta legate all'indisponibilità di alcune materie prime e di prodotti intermedi a livello globale. Le informazioni congiunturali finora disponibili, di natura qualitativa e quantitativa, segnalano un rallentamento dell'attività sia nella manifattura sia nei servizi. L'indice composito dei responsabili degli acquisti delle imprese (purchasing managers' index, PMI) e quelli del clima di fiducia delle aziende operanti nei settori del commercio al dettaglio e dei servizi di mercato, pur rimanendo su valori storicamente elevati, si sono portati nella parte finale dell'anno su livelli inferiori a quelli medi assunti in estate. Nel dicembre 2021 l'indicatore Ita-coin è lievemente diminuito rispetto al mese precedente, risentendo del peggioramento della fiducia delle imprese e del deterioramento delle attese delle famiglie sull'andamento dell'economia.

Figura 1. PMI nell'industria e nei servizi (Banca d'Italia, Bollettino Economico, gennaio 2022, pag. 25)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Markit.

(1) Indici di diffusione desumibili dalle valutazioni dei responsabili degli acquisti delle imprese (PMI). Distanza dell'indicatore rispetto al valore di 50, che rappresenta la soglia compatibile con l'espansione del comparto. – (2) Contributi del comparto alla variazione trimestrale del valore aggiunto (VA). Puntuali percentuali. Scala di destra.

Contesto regionale

Nel 2021, secondo le analisi della Banca d'Italia di cui alle "Economie regionali – L'Economia della Puglia", novembre 2021 e giugno 2022, l'economia pugliese ha registrato una sensibile crescita, estesa a tutti i principali settori, dopo il forte calo dell'anno precedente dovuto all'insorgere della pandemia; nei primi mesi del 2022 la ripresa ha perso slancio, risentendo del deciso aumento dei prezzi dei beni energetici e di altre materie prime, intensificatosi a seguito dello scoppio del conflitto in Ucraina.

La ripresa ha riguardato tutti i principali settori economici. Nell'industria il fatturato è aumentato sensibilmente nei primi nove mesi del 2021 rispetto allo stesso periodo del 2020, sostenuto dalla domanda interna ed estera. L'incremento delle esportazioni ha riguardato tutti i principali comparti ad eccezione della componentistica dei mezzi di trasporto, dei prodotti alimentari e farmaceutici. Anche l'accumulazione di capitale è tornata a crescere, sebbene in misura moderata. Il settore delle costruzioni ha registrato una dinamica molto positiva, cui ha contribuito il ricorso alle agevolazioni fiscali per il recupero del patrimonio edilizio. Il comparto dei servizi, particolarmente penalizzato nel 2020, è risultato in ripresa, beneficiando anche dell'andamento positivo del turismo e dei trasporti marittimi e aerei.

Il settore industriale è cresciuto intensamente. I casi di crescita rispetto allo stesso periodo del 2020 sono risultati prevalenti tra le imprese di tutte le classi dimensionali e in particolar modo tra quelle con più di 100 addetti; la crescita è stata diffusa anche tra tutti i principali comparti.

Sull'andamento congiunturale incidono difficoltà di approvvigionamento di input produttivi. Tali difficoltà sono state segnalate dal 54 per cento delle imprese, specialmente da quelle operanti nei comparti della chimica, gomma e plastica e della metalmeccanica, e sono risultate più accentuate tra le aziende che dichiarano di avere prospettive favorevoli per il fatturato. Tra le aziende con problemi di approvvigionamento, il 90 per cento ha riportato rincari negli input produttivi e l'80 per cento ne ha indicato l'indisponibilità; secondo le imprese, tali difficoltà si stanno riflettendo principalmente in un aumento dei prezzi di vendita e dei tempi di consegna, nonché nella riduzione dei margini di profitto; in pochi casi sono state segnalate riduzioni o sospensioni dell'attività oppure rimodulazione dei fornitori.

Le attese delle imprese industriali delineano una prosecuzione della crescita delle vendite e degli investimenti. Il saldo tra la quota di imprese che hanno previsto una crescita del fatturato nei prossimi sei mesi rispetto ai livelli attuali e quella delle imprese che hanno previsto un calo si è attestato su valori ampiamente positivi, con riferimento sia al mercato interno sia a quello estero. Inoltre, circa il 41 per cento delle imprese ha pianificato un aumento della spesa per investimenti nel 2022 rispetto ai livelli attuali, a fronte del 17 per cento che ne ha programmato un calo¹.

Gli indicatori disponibili delineano una ripresa dell'attività nel settore dei servizi, che ha beneficiato anche dell'aumento dei consumi delle famiglie. In base ai dati del sondaggio congiunturale il saldo tra la quota di imprese dei servizi con fatturato in crescita nei primi nove mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente e quelle con fatturato in calo è divenuto positivo per 48 punti percentuali. Le imprese prevedono una prosecuzione della fase espansiva per i prossimi sei mesi. All'andamento positivo ha contribuito anche il comparto del turismo. Nei primi sette mesi del 2021, in Puglia, si è registrato un parziale recupero della domanda, fortemente diminuita nel corso del 2020. Secondo le informazioni fornite dall'Osservatorio turistico della Regione, gli arrivi sono cresciuti del 45 per cento circa sul corrispondente periodo. Il comparto ha recuperato circa 18 punti percentuali dei 60 persi tra il 2019 e il 2020. La ripresa è stata sospinta sia dai turisti italiani sia da quelli stranieri, aumentati rispettivamente del 40 e dell'82 per

¹ Cfr. Banca d'Italia, "Economie regionali – L'Economia della Puglia", novembre 2021

cento. La crescita degli arrivi di turisti esteri ha fatto risalire al 13 per cento il tasso di internazionalizzazione, 2 punti percentuali in più rispetto al 2020 ma 15 in meno rispetto al 2019.

Le previsioni delle imprese sul 2022 sono improntate al pessimismo a causa degli effetti negativi che potranno derivare dal forte aumento dei costi degli input produttivi.

1.3 Analisi del sistema imprenditoriale nazionale e regionale pugliese

Contesto nazionale

L'espansione della produzione industriale, in atto dall'inizio del 2021 a un ritmo di circa l'1,0 per cento a trimestre, si è indebolita negli ultimi tre mesi dello scorso anno. Nelle valutazioni delle imprese, rilevate nei sondaggi condotti tra novembre e dicembre 2021², la crescita degli investimenti continuerà nel 2022, benché in attenuazione rispetto al 2021. Prosegue il miglioramento nel mercato immobiliare.

Nel terzo trimestre 2021 la crescita della spesa per investimenti ha perso vigore (all'1,6 per cento sul periodo precedente, dal 2,4), riflettendo il forte rallentamento della componente relativa alle costruzioni. Gli investimenti per impianti e macchinari hanno invece accelerato. Gli indicatori più recenti segnalano un indebolimento dell'accumulazione di capitale nella parte finale dell'anno³.

Nel terzo trimestre 2021 il debito delle società non finanziarie italiane è sceso rispetto al trimestre precedente, raggiungendo il 73,3 per cento del PIL (110,8 nell'area dell'euro). Sono diminuiti i prestiti bancari per tutte le classi dimensionali d'azienda; le emissioni di titoli si sono ridotte per le grandi e medie imprese, mentre sono aumentate per quelle di piccola dimensione. La liquidità detenuta dalle imprese su depositi e conti correnti è leggermente aumentata, sebbene a un ritmo sensibilmente inferiore rispetto al trimestre precedente.⁴

Contesto regionale

In base ai dati di Infocamere nei primi sei mesi del 2021 il tasso di natalità netto delle imprese è aumentato all'1,4 per cento (0,1% nel primo semestre 2020), un valore di poco superiore a quello del Mezzogiorno e dell'Italia (pari rispettivamente all'1,2% e all'1,0%). Nel confronto con lo stesso periodo del 2020 l'incremento del tasso di natalità netto riflette sia il rafforzamento della natalità sia l'ulteriore calo della mortalità. L'indicatore è stato positivo per le ditte individuali e le società di capitali mentre si è confermato negativo per le società di persone.

In base al sondaggio autunnale della Banca d'Italia, nel 2021 la redditività delle imprese industriali e dei servizi pugliesi con almeno 20 addetti è prevista in forte aumento rispetto all'anno precedente. Il saldo tra la quota di imprese che prevedono di chiudere l'esercizio corrente in utile e di quelle che si attendono una perdita è risultato pari a 34 punti percentuali, un dato più elevato di oltre 20 punti percentuali rispetto al 2020 e in linea con quello del 2019. Il saldo è risultato positivo anche per le imprese del settore delle costruzioni.

² Banca d'Italia, "Economie regionali – L'Economia della Puglia", giugno 2022

³ Banca d'Italia, "Economie regionali – L'Economia della Puglia", novembre 2021

⁴ Banca d'Italia, "Economie regionali – L'Economia della Puglia", novembre 2021

L'aumento dell'autofinanziamento ha fornito il principale contributo all'ulteriore miglioramento della liquidità delle imprese. L'indice di liquidità finanziaria, dato dal rapporto tra le attività più liquide detenute dalle imprese e i debiti a breve scadenza, ha infatti continuato a crescere nella prima parte del 2021, sebbene in maniera più contenuta rispetto all'anno precedente, raggiungendo valori molto elevati nel confronto storico⁵.

Dopo il picco di crescita registrato ad aprile 2021, nei mesi successivi la dinamica dei prestiti alle imprese ha decelerato (5,1 per cento ad agosto, a fronte del 7,6 di dicembre 2020). Il rallentamento ha interessato tutte le classi dimensionali di imprese anche se in misura maggiore quelle piccole e quelle operanti nei comparti del manifatturiero e dei servizi. Sulla suddetta dinamica ha influito il rallentamento della domanda di finanziamenti, in particolare di quelli assistiti da garanzia pubblica, che ha risentito del minore fabbisogno di liquidità delle imprese, a fronte di condizioni di offerta rimaste distese.

Secondo le informazioni derivanti dalla rilevazione AnaCredit a giugno 2021 la quota di imprese che utilizzava la moratoria sui crediti bancari introdotta dal DL 18/2020 (decreto "cura Italia") oppure uno dei nuovi finanziamenti con garanzia pubblica previsti dal DL 23/2020 (decreto "liquidità") era pari a circa il 66 per cento delle imprese pugliesi, un valore sostanzialmente in linea con quello di fine 2020 (circa 4 punti percentuali in più rispetto alla media nazionale). L'incidenza dei prestiti che hanno beneficiato di una delle due misure sul totale dei finanziamenti bancari è rimasta sostanzialmente stabile a giugno scorso (al 40,8 per cento) rispetto alla fine del 2020. A fronte di una flessione della quota dei prestiti in moratoria di circa 5,8 punti percentuali (al 12,8 per cento), quella dei prestiti con garanzie "Covid-19" è cresciuta di 5,2 punti percentuali (al 28%)⁶.

1.4 Le modalità di finanziamento delle imprese alternative/complementari al credito bancario: il capitale di rischio

Secondo il rapporto annuale AIFI PWC 2021, gli effetti della crisi finanziaria globale hanno rappresentato per l'attività di private equity in Italia, da un lato, un elemento di sostanziale rallentamento con particolare riferimento alle operazioni di maggiore dimensione, ma anche, per un altro verso, un'opportunità per la ripresa, specialmente per le PMI, ponendosi come fattore di stimolo di nuovi processi di creazione del valore e come canale di finanziamento alternativo a quello bancario.

Con riferimento alle varie modalità di intervento legate all'attività di investimento nel capitale di rischio, occorre rilevare che l'espressione *private equity*, ovvero, l'attività di finanziamento, attraverso l'assunzione di partecipazioni al capitale di rischio delle aziende target, associata al servizio di strutturazione ed organizzazione dell'operazione stessa – racchiude invero numerosi comparti, ovvero, in particolare, l'investimento nelle operazioni di *early stage financing*, di *expansion capital*, di *buy-out* e di *turnaround*.

In altri termini, il mercato del *private equity* si articola sulla base di variabili connesse alla fase del ciclo di vita aziendale ed alla correlata tipologia di fabbisogno finanziario delle imprese oggetto di

⁵ Banca d'Italia, "Economie regionali – L'Economia della Puglia", novembre 2021

⁶ Banca d'Italia, "Economie regionali – L'Economia della Puglia", novembre 2021

partecipazione. Ai fini della presente valutazione, tuttavia, rilevano le forme di investimento in Private equity, Venture capital attraverso l'esame dell'impatto economico derivante dal supporto fornito alle imprese target nei primi stadi del percorso aziendale, ovvero le operazioni di *early stage* ed *expansion*.

Figura 2. Investimenti in capitale di rischio – operazioni di early stage: trend storico

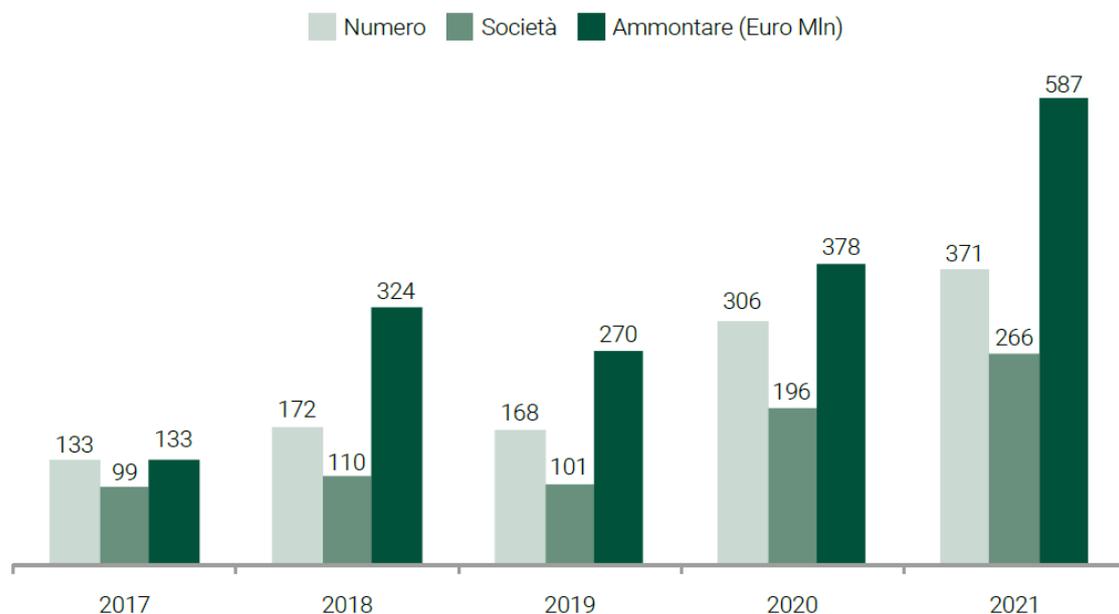
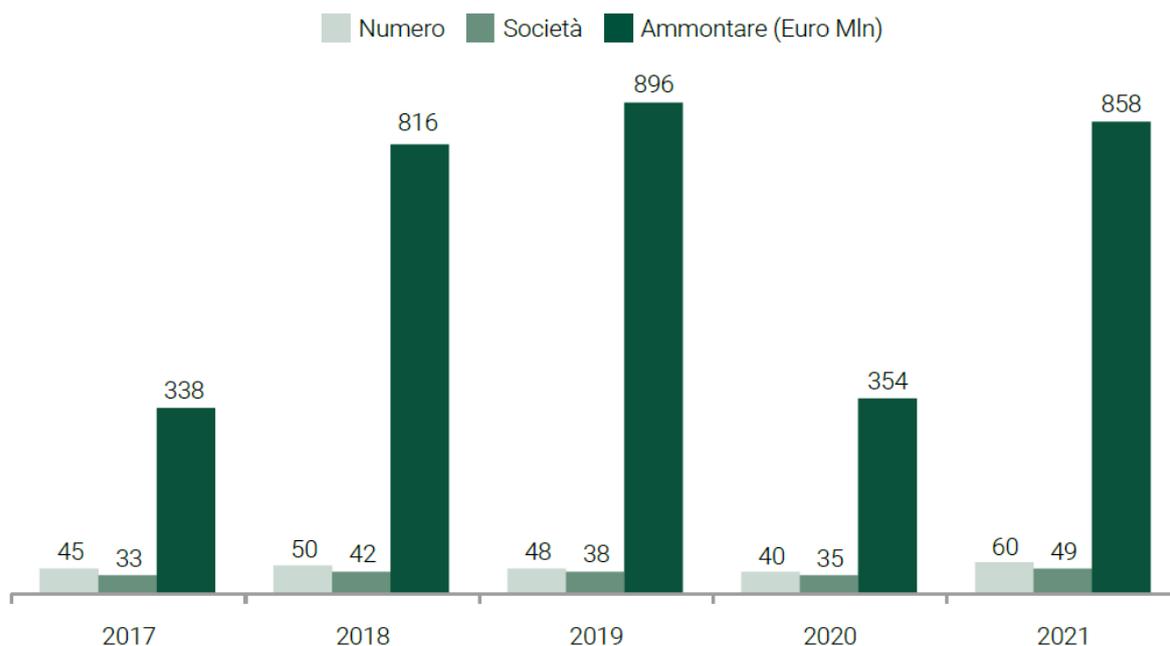


Figura 3. Investimenti in capitale di rischio – operazioni di expansion: trend storico



Fonte: AIFI-PwC (Rapporto "Il mercato italiano del private equity, venture capital e private debt" 2021, pagg. 32 e 33)

CAPITOLO 2. DESCRIZIONE DELLO STRUMENTO FINANZIARIO EQUITY PUGLIA

Sulla base di quanto indicato nel POR FESR 2014/2020, delle analisi dei principali fallimenti di mercato e del potenziale valore aggiunto apportato dagli strumenti finanziari al perseguimento degli obiettivi regionali e dalle lezioni apprese rinvenibili dalla passata programmazione, si presentano, a seguire, le principali caratteristiche dello strumento finanziario che potrà essere attivato in Regione.

2.1 Fondo Equity

La Regione Puglia intende predisporre uno strumento finanziario che dia alle PMI la possibilità di aumentare il livello di solidità patrimoniale.

L'obiettivo è quello di promuovere la competitività delle PMI e imprese *startup innovative*- pugliesi, facilitandone l'accesso al mercato del capitale di rischio, attraverso la costituzione di portafogli di investimenti gestiti da un intermediario finanziario, il quale è responsabile dell'identificazione e selezione dei coinvestitori privati.

L'obiettivo è quello di agevolare l'accesso al capitale di rischio per PMI e imprese *startup innovative*-pugliesi, nonché di sostenere la partecipazione diretta di operatori finanziari specializzati all'interno del capitale delle imprese con l'obiettivo di favorire la creazione e/o lo sviluppo di attività imprenditoriali con elevato potenziale di crescita.

Il vantaggio sostanziale, per le PMI e imprese *startup innovative*, è quello di favorire l'aumento della solidità patrimoniale e, quindi, di ampliare le possibilità di investimento e di accesso al credito.

L'intervento della Regione era previsto inizialmente in maniera conforme con il Regolamento UE n. 1157/2016 (cd. *Off the shelf*), con la partecipazione pubblica a livello della PMI il cui tasso aggregato di partecipazione deve raggiungere, operazione per operazione, le soglie stabilite dal suddetto Regolamento.

Con il presente documento di aggiornamento l'operazione si sostanzia nel co-investimento, attraverso il conferimento di una dotazione finanziaria, nella forma di *risk sharing*, per la sottoscrizione di quote del Fondo di co-investimento che opera in co-investimento con altri Fondi Principali, secondo un criterio di impiego bilanciato delle risorse complessivamente investite dal Fondo di co-investimento e da ciascun Fondo Principale, in investimenti aventi ad oggetto programmi di sviluppo nel territorio della regione.

CAPITOLO 3. STIMA E QUANTIFICAZIONE DEI FALLIMENTI DI MERCATO

In coerenza con la metodologia BEI, con specifico riferimento all'analisi dei fallimenti di mercato è opportuno aggiornare il *financing gap* (in questo caso specifico *equity gap*), inteso come la parte di domanda potenziale che in termini prospettici non risulta soddisfatta dall'offerta a causa di un fallimento di mercato. Come evidenziato nella VexA, nel caso specifico dell'*equity*, non è possibile identificare una precisa domanda insoddisfatta e/o domanda inespressa, bensì un disequilibrio patrimoniale complessivo per *start-up* e PMI che è necessario portare a livelli soddisfacenti.

L'*equity gap* è stato stimato tramite un'analisi *desk*, ed è stato calcolato come la differenza tra domanda e offerta di *equity* per le PMI pugliesi, con particolare riferimento alle *start-up* e PMI.

In analogia alla metodologia di calcolo applicata nella VexA, non avendo dati puntuali relativi alla domanda di *equity* per le *start-up* e PMI, è stato ritenuto opportuno derivare il *gap* partendo dal rapporto Debito/Equity (d'ora innanzi D/E) medio per le PMI del Mezzogiorno, pari a 76,7%⁷. Successivamente, è stato calcolato lo *stock* di credito bancario per singola PMI, partendo dal dato complessivo fornito dal rapporto Banca d'Italia sull'economia della regione Puglia 2021.

In seguito, assumendo che le *start-up* e PMI siano sottocapitalizzate⁸, è stato assunto che, per migliorare il loro grado di patrimonializzazione, esse debbano tendere al rapporto E/D medio delle PMI italiane, pari a 145,56% (derivato dal rapporto D/E del 68,70%⁹). In questo modo, è stato possibile ottenere una stima del *gap* di patrimonializzazione in termini E/D delle *start-up* e PMI pugliesi, pari a 95,56%.

La stima della "domanda" di *equity* è stata dunque ricavata moltiplicando il numero di *start-up* e PMI in Puglia per il *gap* di patrimonializzazione.

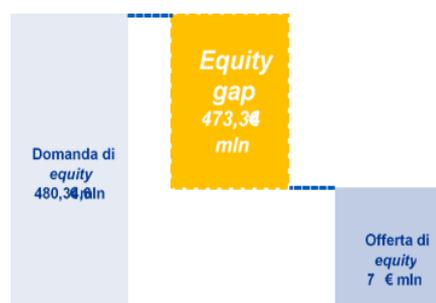
in termini E/D e per lo *stock* di credito bancario per singola impresa, ottenendo circa 480,3 € mln.

Per stimare l'"offerta" di *equity* per *start-up* e MPMI pugliesi, è stato moltiplicato l'ammontare dell'investimento assoluto in *start-up* e *seed capital* in Italia nel 2018¹⁰ per il numero di anni del periodo di operatività dello strumento (2023, 2024, 2025, 2026 e 2027, 2028 e 2029), ottenendo un valore complessivo di 7 € mln.

L'*equity gap* calcolato ammonta dunque ad un totale di 473,3 € mln.

Il dettaglio del procedimento seguito è riportato nella Tabella 1:

Figura 4 Equity gap



⁷ Cerved (2021). Rapporto PMI Mezzogiorno.

⁸ Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2018). *Gli strumenti di finanziamento per le start-up e le PMI*.

⁹ Cerved (2021). Rapporto PMI Mezzogiorno.

¹⁰ ISTAT (2018). Mercato dei Capitali e Finanza d'Impresa.

Tabella 1. Analisi desk della stima dell'*equity gap*

Domanda di equity delle start-up e MPMI pugliesi		
Rapporto D/E Medio per le PMI del Mezzogiorno (%) ¹	76,7%	A
Rapporto E/D Medio per le PMI del Mezzogiorno (%)	130,4%	B=1/A
Stock di credito bancario delle PMI pugliesi ²	6.458.000.000	C
Numero di PMI pugliesi ³	6.501	D
Stock di credito bancario per singola PMI	993.386	E=C/D
Rapporto E/D medio delle PMI sottocapitalizzate del Mezzogiorno	50,00%	F
Rapporto D/E target delle PMI Pugliesi ⁴	68,70%	G
Rapporto E/D target delle PMI Pugliesi	145,56%	H=1/G
Stima del gap di patrimonializzazione in termini di E/D delle PMI pugliesi sottocapitalizzate rispetto alla media nazionale (%)	95,56%	I=H-F
Numero di start-up e MPMI in Puglia ⁵	506	M
Stima della "domanda" di equity delle start-up e MPMI pugliesi in valore assoluto	480.337.380	N=E*I*M

(1) Fonte: Cerved, Rapporto PMI Mezzogiorno 2021

(2) Fonte: Banca d'Italia, Rapporto Banca d'Italia - Economie Regionali, L'economia della Puglia 2021 - agg.to nov. 2021 (dato al 30.6.2021)

(3) Fonte: Cerved, Rapporto PMI Mezzogiorno 2021

(4) Fonte: Cerved, Rapporto PMI Mezzogiorno 2021

(5) Fonte: Ministero per lo Sviluppo Economico (MISE) – Relazione annuale al Parlamento sullo stato d'attuazione e l'impatto delle policy a sostegno di start-up e PMI innovative (2021)

3.1. Funzionamento dello SF Fondo Equity

Il *Fondi Equity* è uno SF finalizzato a favorire ed agevolare l'accesso al mercato del capitale di rischio delle *start-up* e MPMI in Puglia attraverso l'investimento diretto in *equity*. La finalità dello strumento, nello specifico, è quella di far fronte al disequilibrio D/E dovuto alla ridotta disponibilità patrimoniale delle imprese *target* che potrebbe essere causata da malfunzionamenti e imperfezioni del mercato.

L'implementazione dello SF, inoltre, consentirebbe di promuovere lo sviluppo delle PMI, con particolare riferimento alle *start-up* e PMI, favorendone l'accesso al mercato del capitale di rischio attraverso anche il coinvolgimento di investitori privati.

Oltre alla tipologia di intervento descritta nella VexA, si riportano le seguenti modalità di attuazione dello Strumento finanziario nella forma dell'*Equity*.

Lo strumento finanziario può prevedere l'individuazione di intermediari finanziari (c.d. Investitore principale) che risulteranno aggiudicatari di appositi avvisi pubblici. In particolare, le risorse pubbliche saranno accreditate in un Fondo parallelo di coinvestimento con un Fondo principale gestito da Società autorizzate all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio ed iscritte nell'Albo delle società di gestione del risparmio - Sezione dei gestori di FIA (Fondi d'Investimento Alternativo), ex articolo 35, primo comma, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il "TUF") aventi adeguata esperienza, solidità patrimoniale e affidabilità finanziaria.

Il Fondo/i Principale/i deve avere lo scopo di favorire la creazione e lo sviluppo di PMI, caratterizzate da forte innovazione di prodotto e/o di servizio attraverso operazioni di investimento, anche per il tramite di investimenti in organismi di investimento collettivo del risparmio e/o veicoli di scopo. Il Fondo di co-investimento deve intervenire in maniera flessibile in vari ambiti tecnologici caratterizzati da innovazioni significative e di interesse strategico per la Regione Puglia.

I Fondi Principali, che operano secondo il principio dell'economia di mercato, perseguono l'incremento del valore del proprio patrimonio attraverso operazioni di investimento in imprese target aventi per oggetto interventi di equity e quasi equity.

I destinatari finali sono, in particolare, le start-up innovative e le PMI, in possesso dei requisiti previsti dalla Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE del 6.5.2003 alla data della manifestazione di interesse di partecipazione al Fondo, aventi programmi di sviluppo sul territorio della Regione Puglia.

3.2 Analisi quantitativa dello SF Fondo Equity

Sulla base dell'aggiornamento della strategia dello strumento, sulla tipologia di intervento nella forma del risk sharing loan, nonché sulla stima dell'*equity gap* che limita la possibilità di accesso al capitale di rischio di *start-up* PMI pugliesi, risulterebbe necessario implementare lo SF al fine di limitare o colmare il fallimento di mercato.

Si è dunque proceduto con la valutazione oggettiva dello SF collegandolo alla sua capacità di colmare l'*equity gap* (cd. "proporzionalità", cfr. par. 2.1).

In coerenza con la metodologia BEI, per la valutazione quantitativa del valore aggiunto dello strumento viene aggiornato l'esame dei seguenti aspetti:

- dotazione finanziaria;
- effetto leva;
- risorse private e pubbliche aggiuntive.

Dotazione finanziaria

Per determinare le garanzie e i finanziamenti che potranno essere erogati in Puglia a valere sullo SF è opportuno ipotizzare la dotazione finanziaria dello SF.

Alla luce dell'attuale esistenza di un consistente *equity gap*, si ipotizza una dotazione finanziaria dello SF pari a 60 € mln di cui il 50% finanziato mediante risorse europee, come sintetizzato nelle Tabelle 2.a e 2.b. In particolare € 10 mln rinviengono dalla dotazione finanziaria di cui al P.O. FESR Puglia 2014/2020 e € 50 mln derivano dalla disponibilità del P.O. FESR Puglia 2021/2027.

Tabella 2.a Dotazione finanziaria POR Puglia 2014/2020

Investimenti in equity realizzati in start-up e MPMI pugliesi		
Dati in €		
Dotazione patrimoniale ¹	10.000.000	A
Quota europea (%)	50%	B
Partecipazione di fondi europei	5.000.000	C=A*B

Tabella 2.b Dotazione finanziaria POR Puglia 2021/2027

Investimenti in equity realizzati in start-up e MPMI pugliesi		
Dati in €		
Dotazione patrimoniale ¹	50.000.000	A
Quota europea (%)	50%	B
Partecipazione di fondi europei	25.000.000	C=A*B

Per la stima delle risorse assegnate allo strumento, è necessario stimare i costi di gestione i quali, per ciò che concerne la Programmazione 2014/2020, ai sensi dell'art. 13 comma 3 del Regolamento UE n. 480 del 2014), si attestano al 20%, mentre per quanto riguarda la Programmazione 2021/2027, sono quantificati nella percentuale massima del 15% della dotazione complessiva del fondo.

I costi di gestione e la conseguente dotazione finanziaria residua che potrà essere concessa a favore dei beneficiari finali sono riportati nelle Tabelle 3.a. e 3.b.

Tabella 3.a Stima dei costi di gestione e della dotazione finanziaria residua POR Puglia 2014/2020

Dotazione finanziaria al netto dei costi di gestione		
Dati in €		
Dotazione finanziaria	10.000.000	A
Percentuale costi di gestione (%) ¹	20%	B
Costi di gestione	2.000.000	C=A*B
Dotazione residua	8.000.000	D= A-B

Nota: (1) Regolamento UE 480/2014 art. 13

Tabella 3.b Stima dei costi di gestione e della dotazione finanziaria residua – Fondi Equity POR Puglia 2021/2027

Dotazione finanziaria al netto dei costi di gestione		
Dati in €		
Dotazione finanziaria	50.000.000	A
Percentuale costi di gestione (%) ¹	15%	B
Costi di gestione	7.500.000	C=A*B
Dotazione residua	42.500.000	D= A-B

Nota: (1) Regolamento UE 1060/2021 art. 68

Nel complesso, il valore massimo dei costi di gestione ammonta ad € 9.500.000,00.

Effetto leva

L'effetto leva rappresenta l'effetto moltiplicativo delle risorse europee. Nel dettaglio, coerentemente con la definizione della metodologia BEI, può essere calcolato come il rapporto tra l'ammontare di risorse di cui potranno beneficiare i destinatari dello SF (anche grazie alle risorse finanziarie addizionali rispetto alla quota del contributo UE al POR) e l'ammontare investito da parte delle Istituzioni Europee. Inoltre, anche ai sensi di quanto previsto dall'art. 140 del Regolamento Europeo N. 966 del 2012, il calcolo dell'effetto leva non deve tener conto di:

- eventuali contributi da parte dei beneficiari finali;
- effetto *revolving*¹¹.

La dotazione finanziaria complessiva dello strumento ammonta dunque a circa 102 € mln, come riportato nella Tabella 4.

Tabella 4 Investimenti in equity a valere sullo SF Fondi Equity attuato nella forma del Risk sharing loan

Investimenti in equity a valere sullo SF Fondo Equity		
Dati in €		
Contributo del programma	50.500.000	A
Contributo dell'intermediario finanziario	50.500.000	B=A
Investimenti in equity complessivi	101.000.000	C=A+B

L'effetto leva può essere dunque calcolato come il rapporto tra l'ammontare degli investimenti in equity realizzati e l'ammontare investito da parte delle Istituzioni Europee.

L'effetto leva stimato è, come riportato nella Tabella 5, pari a 3,37.

Tabella 5. Effetto leva

Effetto leva		
Dati in €		
Investimenti in equity	101.000.000	A
Risorse europee	30.000.000	B
Effetto leva	3,37	C=A/B

Risorse pubbliche e private aggiuntive

Per la quantificazione del valore aggiunto generato dallo SF, è necessario anche stimare le risorse pubbliche e private aggiuntive che lo SF ha la possibilità di raccogliere.

Le risorse pubbliche e private aggiuntive rappresentano uno dei principali benefici degli SF in quanto consentono di mobilitare ulteriori risorse per finanziare gli interventi a favore dei soggetti target. Tale caratteristica permette di generare un potenziale maggior impatto finanziario dello SF rispetto

¹¹ Per lo SF Fondi Equity non è stato previsto alcun effetto *revolving* poiché non sono previsti rimborsi finanziari antecedenti alla fase di *exit* nel capitale delle imprese *target*.

ad uno strumento a fondo perduto, e permette di incrementare l'efficienza dell'intervento e l'impatto sul fallimento di mercato.

Con riguardo allo SF Fondi *Equity*, le risorse pubbliche e private derivano dal coinvolgimento dell'intermediario finanziario.

Le risorse pubbliche e private che lo SF ha la possibilità di raccogliere sono calcolate come la differenza tra il totale degli investimenti in *equity* realizzati (incluso anche i contributi dell'intermediario finanziario) e la dotazione del fondo al netto dei costi di gestione.

Le risorse pubbliche e private aggiuntive che lo SF riesce a raccogliere nel periodo di programmazione è quindi stimato pari a circa 50,5 € mln (Tabella 6). È opportuno precisare che per lo SF Fondi *Equity* non vengono mobilitate risorse pubbliche aggiuntive.

Tabella 6. Risorse aggiuntive

Risorse pubbliche e private aggiuntive		
Dati in €		
Contributo del programma	60.000.000	A
Costi di gestione	9.500.000	B
Dotazione del Fondo al netto dei costi di gestione	50.500.000	C=A-B
Contributo dell'intermediario finanziario	50.500.000	D
Totale investimenti in equity realizzati	101.000.000	F=C+D
Risorse pubbliche/private aggiuntive	50.500.000	G=F-C

Ipotizzando un *tranching* nel periodo analizzato pari al 9,90%, 12,38%, 14,85%, 17,33%, 15,84%, 14,85% e 14,85%, è possibile stimare, a titolo esemplificativo, l'erogazione annua della dotazione dello SF, come riportato nella Tabella 7.

Tabella 7. Stima dell'erogazione annua al netto dei costi di gestione – Fondi *Equity*

Investimenti in equity erogati a valere sullo SF Fondo Equity							
Dati in €	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Erogato annuo	10.000.000	12.500.000	15.000.000	17.500.000	16.000.000	15.000.000	15.000.000
Totale - finanziato	10.000.000	22.500.000	37.500.000	55.000.000	71.000.000	86.000.000	101.000.000

A titolo esemplificativo, ipotizzando un investimento medio per singola impresa pari a 500.000 €, sono previsti 20 investimenti annui realizzati nel 2023, 25 nel 2024, 30 nel 2025, 35 nel 2026, 32 nel 2027, 30 nel 2028 e 30 nel 2027, per un totale di 202 interventi.

Tabella 8. Stima del numero annuo di investimenti in equity

Stima del numero di investimenti in equity realizzati a valere sullo SF "Fondo Equity"							
Dati	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Numero di investimenti annui realizzati	20	25	30	35	32	30	30
Numero di investimenti totali	20	45	75	110	142	172	202

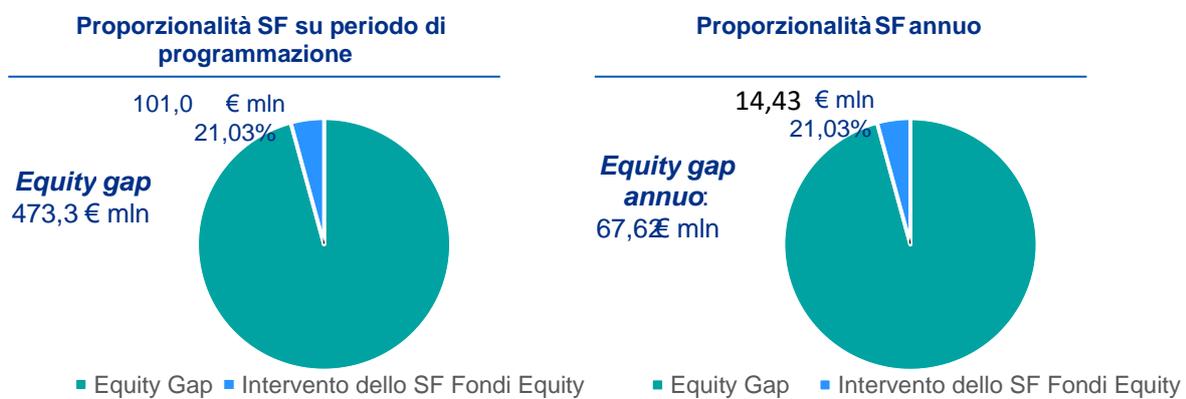
3.3 Proporzionalità dell'intervento dello strumento finanziario

Infine, in coerenza con la metodologia BEI, per il completamento dell'analisi quantitativa dello SF è opportuno analizzare la proporzionalità dell'intervento dello SF rispetto all'*Equity gap* individuato (cfr. par. 2.1).

Per valutare la proporzionalità dell'intervento è necessario rapportare il valore dei finanziamenti garantiti concessi alla dimensione del fallimento di mercato stimato.

Il totale dei finanziamenti erogati dallo SF nel periodo di operatività dello strumento consentono di colmare in ottica prospettica il 21,03% del *financing gap*, come mostrato nella Figura 5.

Figura 5 Proporzionalità dell'intervento dello SF Fondi *Equity*



3.4 Sintesi

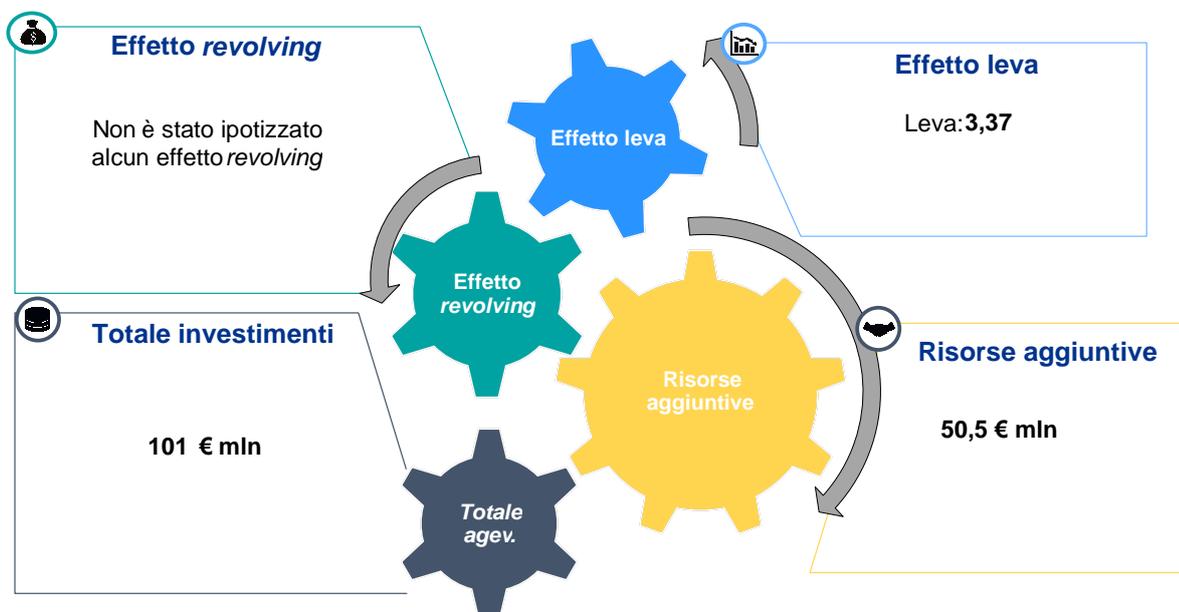
Lo SF Fondo *Equity* consentirebbe di limitare il fallimento di mercato facilitando l'accesso al capitale di rischio delle *start-up* PMI pugliesi, sostenendo così la crescita economica e sociale della Regione Puglia.

Nello specifico, lo SF Fondo *Equity* consente, nel periodo di operatività dello strumento, di erogare a favore dei beneficiari finali risorse da investire per un valore di circa 101 € mln.

L'intervento e l'impatto dello SF consente di colmare, in ottica prospettica, il 21,03% dell'*equity gap*.

La Figura 6 illustra in maniera sintetica i principali elementi del valore aggiunto generato dallo SF.

Figura 6 Sintesi della valutazione quantitativa dello SF Fondo *Equity*



CAPITOLO 4. CONCLUSIONI

In particolare, nel presente documento sono stati aggiornati i drivers Analisi degli scostamenti degli obiettivi rispetto ai risultati ottenuti e Analisi delle risorse e adeguamento delle risorse a valere sullo strumento agevolativo rispetto alla domanda osservata dei beneficiari.

In particolare, è stata integrata la strategia di attuazione dello strumento, incrementando il volume della dotazione finanziaria.

Oltre all'ipotesi di intervento, previsto dalla VexA, conforme con il Regolamento UE n. 1157/2016 (cd. Off the shelf), è stato previsto un intervento nella forma del co-investimento, attraverso il conferimento di una dotazione finanziaria (cd. risk sharing), per la sottoscrizione di quote del Fondo di co-investimento che opera in coinvestimento con altri Fondi Principali, secondo un criterio di impiego bilanciato delle risorse complessivamente investite dal Fondo di co-investimento e da ciascun Fondo Principale, in investimenti aventi ad oggetto programmi di sviluppo nel territorio della regione.

Attraverso le analisi effettuate e presentate nel documento, inoltre, è stato possibile stimare la dimensione del fallimento di mercato che limita l'accesso al mercato del capitale di rischio per le start-up e PMI pugliesi concorrendo, per tale via, a frenare le possibilità di sviluppo dell'economia del territorio.

La valutazione, svolta secondo la Metodologia BEI, ha consentito di evidenziare i vantaggi derivanti dal loro impiego. Nello specifico, dato un fallimento di mercato di 475,3 € mln per quanto riguarda l'equity gap stimato sulla base dei risultati ottenuti attraverso la ricerca desk, si ritiene congrua la seguente dotazione finanziaria:

- Fondo Equity 2014/2020: € 10.000.000,00;
- Fondo Equity 2021/2027: € 50.000.000,00.