



pugliasviluppo

Valutazione *ex ante*
degli Strumenti Finanziari
nella forma
dell'Equity e
dei Minibond
da attivare nell'ambito del
Programma Operativo Regionale
Puglia 2014-2020

INDICE

GLOSSARIO	5
INTRODUZIONE.....	8
CAPITOLO 1. ANALISI DEL CONTESTO ECONOMICO-SOCIALE E FINANZIARIO DI RIFERIMENTO	12
1.1 Analisi del contesto internazionale	12
1.1.1 Analisi del contesto europeo.....	13
1.2 Analisi del contesto socio-economico ed imprenditoriale nazionale.....	15
1.3 Analisi del contesto socio-economico ed imprenditoriale pugliese.....	20
1.4 Il finanziamento delle imprese mediante il credito bancario nel contesto nazionale	23
1.4.1 Il finanziamento delle imprese mediante il credito bancario nel contesto regionale pugliese	27
1.5. Le modalità di finanziamento delle imprese alternative/complementari al credito bancario: il capitale di rischio.....	30
1.6. Le modalità di finanziamento delle imprese complementari/integrative al credito bancario: i mini-bond	35
1.6.1 Introduzione	35
1.6.2 Gli emittenti e i costi di collocamento.....	37
1.6.3 Le motivazioni del collocamento e l'analisi della marginalità operativa degli emittenti in sede di emissione.....	39
1.6.4 Le emissioni (dimensione, scadenza, modalità di rimborso e di remunerazione, rating).....	40
CAPITOLO 2. IDENTIFICAZIONE DELLA DOMANDA POTENZIALE E STRUMENTI FINANZIARI	44
2.1 Analisi dei fallimenti di mercato.....	44
2.2 Analisi degli strumenti finanziari	46
2.3 Consultazione pubblica.....	47
CAPITOLO 3. ANALISI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI ADOTTATI NELLA PROGRAMMAZIONE 2007/2013 ...	49
3.1 L'offerta di strumenti di ingegneria finanziaria, nella forma dell'Equity e dei Minibond, nella programmazione 2007-2013 dei Fondi strutturali	49
3.1.1 Fondo regionale di Venture Capital della Regione Basilicata	49
3.1.2 JEREMIE Acceleration and Seed instrument in Bulgaria.....	52
3.1.3 Fondo Tranched cover e Fondo Finanziamento del rischio.....	54
CAPITOLO 4. STRATEGIA DI INVESTIMENTO PROPOSTA.....	66
4.1 Finalità. Esame delle opzioni per le modalità di attuazione.....	66
4.2 Descrizione degli strumenti finanziari	68
4.2.1 Fondo Equity.....	68
4.2.2 Fondo Minibond	68
4.2.3. Tasso di garanzia, moltiplicatore (c.d. rapporto di gearing), tasso di condivisione del rischio e tasso aggregato di partecipazione.....	69

4.3 Destinatari finali	70
4.4 Combinazione con il sostegno sotto forma di sovvenzioni.	71
CAPITOLO 5. Stima dei fallimenti di mercato	73
5.1 Fondo Equity Analisi di un possibile fallimento di mercato del capitale di rischio	73
5.1.1 Funzionamento dello SF Fondo Equity	78
5.1.2 Analisi quantitativa dello SF Fondo Equity	79
5.1.3 Proporzionalità dell'intervento dello strumento finanziario.....	82
5.1.4 Sintesi	83
5.2 Fondo Minibond Puglia. Analisi di un possibile fallimento di mercato del credito non bancario.....	85
5.2.1 Funzionamento dello SF Fondo Minibond Puglia	93
5.2.2 Analisi quantitativa dello SF Fondo Minibond Puglia	95
5.2.3 Proporzionalità dell'intervento dello strumento finanziario.....	98
5.2.4 Sintesi	99
CAPITOLO 6. ANALISI DELLE IMPLICAZIONI DELLO STRUMENTO FINANZIARIO RISPETTO ALLA NORMATIVA DEGLI AIUTI DI STATO.....	101
6.1 Aiuti agli investitori.....	101
6.2 Aiuti a intermediari finanziari gestori del fondo	101
6.3 Aiuti ai beneficiari finali.....	102
CAPITOLO 7. RISULTATI ATTESI E INDICATORI. DEFINIZIONE DELLE STRUTTURE DI GOVERNANCE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI	107
7.1 Identificazione del soggetto gestore	107
7.2 Costi e commissione di gestione	110
7.3 Erogazione dei contributi del Programma allo strumento finanziario.....	111
7.4 Contributo dello strumento finanziario al conseguimento degli obiettivi specifici e relativi indicatori per tale contributo	112
7.5 Gestione, controllo e monitoraggio degli strumenti finanziari	114
CAPITOLO 8. DISPOSIZIONI SULL'AGGIORNAMENTO DELLA VALUTAZIONE EX ANTE.	118

GLOSSARIO

Termine	Definizione
Asset Backed Security (ABS)	Titolo emesso a fronte di operazioni di cartolarizzazione, alimentato dai flussi di cassa provenienti dall'attività sottostante.
Autorità di Gestione (AdG)	Autorità pubblica designata dallo Stato Membro per la gestione di fondi SIE
Banca Centrale Europea (BCE)	La banca centrale dei 19 Stati Membri dell'Unione Europea che hanno adottato l'euro
BEI	Banca Europea per gli Investimenti
Commissione Europea (CE)	Organo esecutivo dell'Unione Europea
Consultazione pubblica	Insieme di tecniche di coinvolgimento su base volontaria dei potenziali <i>stakeholder</i> interessati agli SF. Consultazione realizzata attraverso la pubblicazione di un questionario su piattaforma <i>online</i> dedicata, aperta a tutti i soggetti interessati
Costi di gestione	Costi di gestioni relativi alla gestione di uno Strumento Finanziario, di un Fondo di fondi, o di altri tipi di fondi di investimento
Domanda inespressa	Domanda di credito che a causa del clima di incertezza o di altri fattori specifici e congiunturali non viene espressa e formalizzata da parte dei potenziali richiedenti
Domanda insoddisfatta	Domanda di credito che, seppur espressa dai richiedenti, non riesce ad ottenere i finanziamenti richiesti
Domanda potenziale	Domanda di credito complessiva che include: (i) domanda inespressa; (ii) domanda insoddisfatta; (iii) domanda soddisfatta
Domanda soddisfatta	Domanda di credito effettivamente espressa dai richiedenti che riesce ad ottenere i finanziamenti richiesti
Effetto leva	Effetto moltiplicativo delle risorse europee generato dagli Strumenti Finanziari e calcolato come il rapporto tra l'ammontare di risorse di cui potranno beneficiare i destinatari dello SF e l'ammontare investito da parte delle Istituzioni Europee
Effetto revolving	Beneficio derivante dalla possibilità di reimpiego delle risorse derivanti dai rimborsi dei destinatari (o dal disimpegno delle controgaranzie fornite) a favore di altri destinatari
Equity gap	Specifico fallimento di mercato relativo al mercato del capitale di rischio, nel caso in cui per determinate

Termine	Definizione
	categorie di imprese vi sia una scarsa patrimonializzazione.
Fallimento di mercato	Imperfezioni o aspetti non funzionanti del mercato, che generano una allocazione inefficiente delle risorse con una sottoproduzione o sovrapproduzione di determinati beni e/o servizi
Financing gap	Fallimento di mercato relativo al mercato del credito, nel caso in cui per determinate categorie di prenditori non si realizza l'incontro tra domanda ed offerta di credito
Gap di mercato	Fallimento del mercato in cui non si verifica l'incontro tra domanda e offerta in termini quantitativi o qualitativi
Microimprese	Impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale annuo di bilancio non superiore a 2 milioni di euro, ai sensi del Raccomandazione della Commissione europea 361 del 2003
Minibond	Particolare tipo di obbligazione emessa da società non quotate in borsa, tipicamente PMI, per finanziare piani di sviluppo.
Piccole e Medie Imprese (PMI)	Piccole e Medie imprese come definito nella raccomandazione dell'UE 2003/361
Popolazione target	Popolazione che presenta le caratteristiche necessarie per accedere ad uno Strumento Finanziario
POR	Programma Operativo Regionale
Proporzionalità dello Strumento finanziario	Proporzionalità dell'intervento e dell'impatto dell'implementazione dello Strumento finanziario rispetto al <i>gap</i> di mercato
Private Debt	Settore di investimento in strumenti finanziari quali obbligazioni <i>corporate</i> , obbligazioni convertibili, finanziamenti e strumenti finanziari partecipativi.
Risorse private e pubbliche aggiuntive	Stima delle risorse pubbliche e private aggiuntive che lo SF ha la possibilità di raccogliere, fino al livello del destinatario finale (effetto moltiplicatore previsto)
Special Purpose Vehicle (SPV)	Entità speciale appositamente creata per far confluire al proprio interno i titoli derivanti da un'operazione di cartolarizzazione.
Strumenti Finanziari (SF)	Veicoli di investimento per l'impiego dei fondi SIE o di altre risorse comunitarie, definiti all'articolo 37 del Reg. 1303/2013
Valore aggiunto dello Strumento Finanziario	Stima dei benefici apportati dallo SF rispetto ad altri comparabili e misurato in termini di: (i) effetto leva; (ii)

Termine	Definizione
	effetto revolving; (iii) risorse private e pubbliche aggiuntive

INTRODUZIONE

Il presente documento è redatto ai sensi dell'articolo 37, paragrafo 2, del Regolamento (UE) n. 1303 del 17 dicembre 2013 del Parlamento europeo e del Consiglio (*Common Provisions Regulation – CPR*) e consiste nella valutazione *ex ante* su cui si basa il sostegno agli strumenti finanziari della Regione Puglia nella forma dei prestiti obbligazionari (minibond) e dell'Equity da attivare nel Programma Operativo Regionale - P.O.R 2014-2020.

L'articolo 174 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) definisce l'obiettivo dell'Unione Europea di ridurre il divario tra i livelli di sviluppo delle varie regioni, nonché di rafforzare la coesione economica, sociale e territoriale. In tale direzione si colloca la strategia di intervento degli strumenti finanziari (d'ora innanzi anche "SF").

Con Raccomandazione del Consiglio "sul programma nazionale di riforma 2015 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di stabilità 2015 dell'Italia"¹ è stato evidenziato che l'Italia presenta squilibri macroeconomici eccessivi che richiedono un'azione politica decisa e un monitoraggio specifico. Occorre, quindi, adottare delle strategie volte a ridurre tali squilibri.

Secondo le previsioni del Programma Operativo Regionale Puglia 2014-2020, il punto di partenza per la definizione della strategia regionale è la valutazione dei progressi compiuti verso il conseguimento degli obiettivi di Europa 2020 e dei risultati della programmazione 2007-2013 che determinano il posizionamento della Puglia nel più ampio scenario nazionale e comunitario.

Gli investimenti già realizzati hanno consentito di avviare un processo di trasformazione delle condizioni sociali ed economiche della regione che, sebbene ancora inclusa tra quelle meno sviluppate, si distingue positivamente per capacità e dinamismo imprenditoriale, per dotazione di infrastrutture per la connettività interna ed esterna e per i servizi alle persone alle comunità, per la ricettività turistica e per l'innovazione tecnologica.

Il sostegno alla competitività del sistema imprenditoriale regionale prevede una manovra integrata di politica industriale basata su nuovi strumenti di incentivazione agli investimenti industriali, su specifici strumenti finanziari di sostegno all'accesso al mercato dei capitali, sulla promozione dell'export e dei processi di internazionalizzazione.

Nell'ambito del periodo di programmazione 2014-2020, la politica dei fondi SIE gioca un ruolo decisivo nel raggiungimento degli obiettivi stabiliti dalla strategia Europa 2020 per conseguire una crescita intelligente, sostenibile ed inclusiva, mediante la promozione di uno sviluppo organico dell'Unione e la riduzione dei divari regionali. In questo contesto, gli strumenti finanziari ricoprono un ruolo importante per il raggiungimento dei su indicati obiettivi.

¹ Cfr. Raccomandazione del 13/05/2015, COM(2015) 262 final.

Gli strumenti finanziari sono definiti dal regolamento (UE) n. 966/2012 come *“misure di sostegno finanziario dell’Unione fornite a titolo complementare dal bilancio per conseguire uno o più obiettivi strategici specifici dell’Unione. Tali strumenti possono assumere la forma di investimenti azionari o quasi-azionari, prestiti o garanzie, o altri strumenti di condivisione del rischio, e possono, se del caso, essere associati a sovvenzioni.”*

Per il periodo di programmazione 2014-2020, gli strumenti finanziari sono disciplinati dal Regolamento (UE) n. 1303/2013 che contiene una specifica sezione (Titolo IV – articoli da 37 a 46), rinviando, per la disciplina di maggior dettaglio, a successivi regolamenti delegati e di esecuzione.

Tenuto conto del Programma Operativo Regionale Puglia 2014-2020 (CCI2014IT16M2OP002), approvato con Decisione della Commissione Europea C(2015)5854, la Regione Puglia intende dare continuità agli strumenti finanziari già attivati nel corso della Programmazione 2007/2013, attivando nuovi strumenti innovativi nella forma di prestiti obbligazionari (Minibond) e del capitale azionario.

A tal proposito, si evidenzia che la tradizionale elevata dipendenza delle imprese pugliesi dal credito bancario e la conseguente significativa esposizione delle stesse ai contraccolpi derivanti dalle strategie di riduzione delle politiche di erogazione del credito, richiamano la necessità di promuovere interventi mirati per consentire la disponibilità di adeguate risorse finanziarie a favore delle imprese in possesso di adeguati margini di crescita e di sviluppo.

Le esperienze positive già svolte nel periodo di Programmazione 2007-2013 nella creazione di strumenti di ingegneria finanziaria ed i fabbisogni presenti sul territorio suggeriscono di proseguire tali attività in favore delle PMI pugliesi.

La Regione Puglia ha incaricato Puglia Sviluppo S.p.A., Organismo intermedio del POR 2014-2020, di realizzare la valutazione ex-ante prevista dall’art. 37 c. 2 del Regolamento (UE) 1303/2014 relativamente ai regimi di aiuto, anche avvalendosi dell’ausilio di Organismi scientifici, società, professionisti esterni, nel rispetto della vigente normativa in materia di appalti pubblici.

Alla luce di quanto sopra, Puglia Sviluppo S.p.A. ha elaborato la valutazione ex ante in parola, con l’ausilio dell’Università degli studi di Bari “Aldo Moro” (Dipartimento di Scienze economiche e metodi matematici), per ciò che concerne la realizzazione dell’analisi di contesto economico-sociale, nonché della società KPMG Advisory S.p.A., per l’elaborazione dell’analisi dei fallimenti del mercato e delle condizioni di sub-ottimalità degli investimenti e dell’analisi qualitativa e quantitativa degli strumenti finanziari.

La valutazione, come previsto dall’art. 37 del Reg. (UE) n. 1303/2013 è relativa ai seguenti aspetti:

- A. Analisi dei fallimenti di mercato, condizioni di investimento non ottimali e fabbisogno;
- B. Valutazione del valore aggiunto degli strumenti finanziari;

- C. Stima delle risorse pubbliche e private aggiuntive;
- D. Valutazione degli insegnamenti passati e implicazioni future;
- E. Analisi e valutazione della strategia di investimento;
- F. Valutazione dei risultati attesi, inclusi gli indicatori;
- G. Disposizioni per eventuali aggiornamenti.

Il presente documento ha l'obiettivo di riportare le risultanze del lavoro effettuato in relazione all'individuazione dei fallimenti di mercato e alla valutazione quantitativa dello strumento finanziario nella forma di investimento in capitale di rischio e nella forma della dotazione finanziaria, della garanzia di portafoglio e delle sovvenzioni per l'emissione di *bond*.

Il presente documento ha quindi l'obiettivo di condividere le risultanze delle analisi volte all'individuazione dei fallimenti di mercato e alla valutazione quantitativa degli SF proposti da Puglia Sviluppo:

- Fondi *Equity*;
- Fondo *Minibond* Puglia.

Per la realizzazione delle analisi volte all'individuazione dei fallimenti di mercato, all'individuazione degli strumenti finanziari a valere sulla Programmazione 2014/2020 e alla valutazione quantitativa degli strumenti finanziari, si è adottato un approccio integrato ed esemplificativamente suddivisibile nelle seguenti otto Fasi rilevanti:

1. **Analisi del contesto internazionale, nazionale e regionale della situazione economico-finanziaria, del credito, del mercato equity e delle forme di finanziamento non bancario.** Analisi e ricognizione dei principali indicatori macroeconomici a livello internazionale, nazionale e regionale.
2. **Ricognizione delle modalità di stima.** Analisi e ricognizione delle modalità di analisi potenzialmente realizzabili per la stima del fallimento di mercato attraverso la *review* puntuale della normativa e della letteratura di riferimento (includendo normativa e *best practice* europee);
3. **Individuazione delle modalità di stima.** Sulla base delle evidenze emerse nella precedente fase, individuazione delle modalità di stima dei fallimenti di mercato e di analisi quantitativa degli SF;
4. **Realizzazione di una consultazione pubblica.** Realizzazione di una consultazione *online* pubblica, attraverso una piattaforma dedicata, volta ad analizzare ed identificare i bisogni principali degli operatori economici e i conseguenti fallimenti di mercato, nonché la rispondenza degli SF proposti alle specifiche esigenze;
5. **Stima del fallimento di mercato.** In coerenza con le linee guida sulla valutazione *ex-ante* degli Strumenti Finanziari "*Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period*"² (elaborate dalla Banca europea per gli Investimenti e dalla

² BEI (2014). *Ex-ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period*.

Commissione europea (nel seguito la “Metodologia BEI”) ed in linea con le *best practice* europee, realizzazione della stima del fallimento di mercato e del conseguente *financing gap* per singolo SF sulla base dei risultati della consultazione pubblica. La quantificazione del fallimento di mercato è stata realizzata seguendo i seguenti *step*:

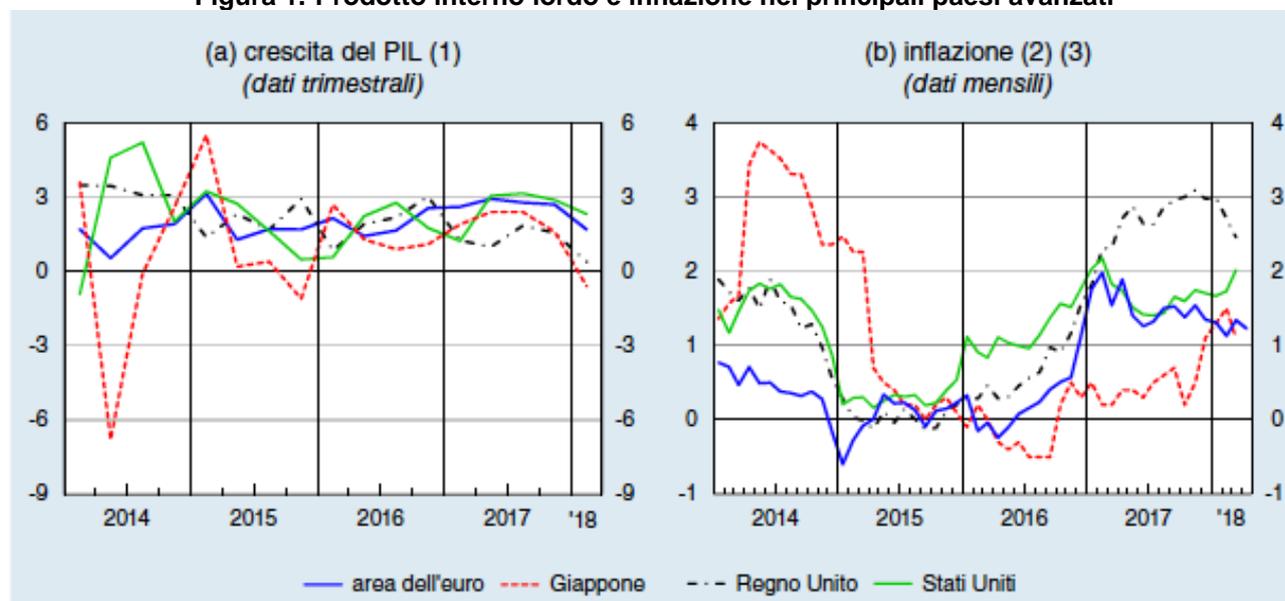
- analisi dell'**esistenza di un possibile fallimento** di mercato;
 - stima e analisi della **domanda insoddisfatta**;
 - stima e analisi della **domanda inespressa**;
 - stima e quantificazione del **fallimento di mercato (*financing gap*)**.
6. **Analisi e valutazione quantitativa dei singoli SF individuati.** In linea con quanto previsto dalla Metodologia BEI, la valutazione quantitativa degli SF ha riguardato prevalentemente i seguenti ambiti:
- effetto leva;
 - effetto *revolving*;
 - risorse pubbliche e private aggiuntive;
 - proporzionalità dell'intervento.
7. **Strutture di *governance* degli strumenti finanziari.** Analisi delle implicazioni degli strumenti finanziari rispetto alla normativa degli aiuti di stato, risultati attesi e indicatori, aggiornamento della valutazione ex ante.

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

1.1 Analisi del contesto internazionale

Nel 2017 l'**economia mondiale** ha registrato una crescita sostenuta, pari al 3,8 per cento. Tale crescita superiore alle previsioni effettuate dal FMI all'inizio del 2017 è derivata dalla ripresa degli investimenti ed ha riguardato sia le principali economie avanzate (2,3%) sia quelle emergenti / in via di sviluppo (4,8%). Tale ritmo di crescita è derivato dagli investimenti e dalle esportazioni, a cui si è associato un significativo incremento dell'occupazione.

Figura 1. Prodotto interno lordo e inflazione nei principali paesi avanzati



Fonte: Rielaborazione Banca d'Italia sulla base di statistiche nazionali (Banca d'Italia, Relazione annuale 2017, maggio 2018).

In particolare, nel 2017 il commercio mondiale è tornato a crescere, dopo un lustro di crescita modesta, con un'intensità superiore a quella registrata dal prodotto interno lordo. Il tasso di crescita degli scambi commerciali (beni e servizi) è raddoppiato rispetto al 2016, lambendo il 5% (tasso più elevato dal 2012). Tale dinamica di crescita è derivata dalla ripresa dell'accumulazione di capitale e dall'aumento dei prezzi delle materie prime, che ha trainato la capacità di spesa dei paesi ricchi di risorse naturali e conseguentemente gli investimenti nel settore energetico.

Il suddetto processo di accumulazione ha comportato un'espansione delle importazioni nei paesi avanzati (4,2%) e ancora più sostenuta nei paesi emergenti (6,4%). Nel corso del 2018 - dopo il prolungarsi nei primi mesi della fase espansiva - tuttavia, un calo del tasso di fiducia delle imprese che operano su scala internazionale, a seguito delle crescenti tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e i suoi principali partner, potrebbe comportare un indebolimento di tale percorso di crescita.

Permangono, tuttavia, sin dall'avvio della crisi finanziaria globale, spinte contrapposte sul processo

di integrazione commerciale globale. Difatti, da un lato, numerosi sono i negoziati avviati funzionali alla definizione di accordi di liberalizzazione su scala regionale o su base bilaterale, allo scopo di rimuovere le limitazioni al libero scambio di beni e servizi nonché di facilitare la produzione e gli investimenti attraverso la definizione di standard tecnici e normativi condivisi e l'eliminazione di pratiche discriminatorie e unilaterali. Dall'altro lato, tuttavia, sono aumentate, specie da parte degli Stati Uniti, le spinte protezionistiche.

Il ciclo economico positivo ha comportato un innalzamento dei prezzi delle materie prime. Con riferimento al petrolio, si è registrato un incremento dei prezzi sia per effetto del riallineamento dell'eccesso di offerta che si registrava da un triennio sia per effetto delle tensioni geopolitiche. L'incremento dei prezzi delle materie prime ha comportato, tra l'altro, un lieve aumento dell'inflazione su scala mondiale (1,7%), pur permanendo moderato per quanto attiene la sua componente di fondo.

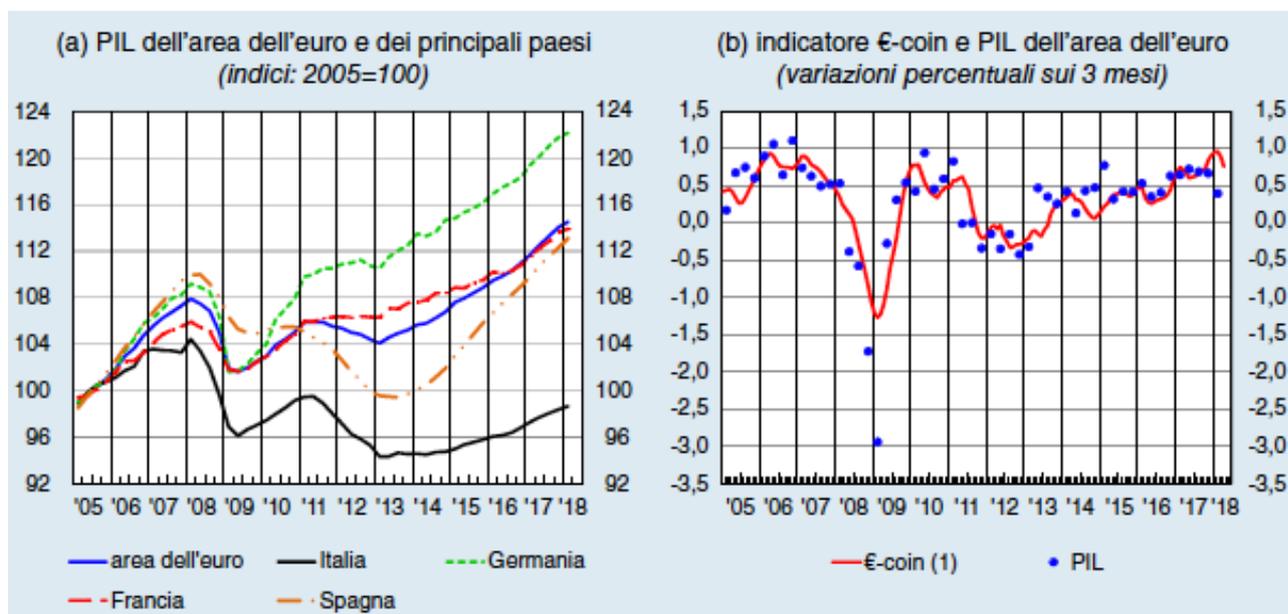
Le condizioni sui mercati finanziari internazionali sono state distese nel 2017, mentre nel corso dei primi mesi del 2018 gli indici azionari hanno subito forti oscillazioni e la volatilità è aumentata rapidamente, per effetto di timori legati ad un rapido restringimento delle condizioni monetarie e l'annuncio di politiche protezionistiche negli Stati Uniti. Con riferimento al 2017, i rendimenti a lungo termine nelle economie avanzate si sono mantenuti su livelli contenuti e i prezzi delle attività finanziarie più rischiose sono aumentati nell'ambito di un contesto di bassa volatilità. Per le economie emergenti le condizioni finanziarie sono rimaste nel complesso accomodanti. Difatti, nel 2017 si sono registrati flussi netti di capitali, a seguito della riduzione dei deflussi di capitale dalla Cina e dal sensibile e generalizzato incremento degli afflussi dall'estero.

1.1.1 Analisi del contesto europeo

Nel 2017 la ripresa dell'attività economica dell'area euro (+2,4% rispetto al 2016), in essere dal II trimestre del 2013, si è ulteriormente rafforzata ed estesa a tutti i paesi. Tale andamento è riconducibile alle vendite nei mercati esteri, che ha prodotto un sensibile incremento della produzione industriale; mentre l'apporto della domanda interna, pur rimanendo su livelli importanti, si è lievemente ridotto. Parimenti rilevante nell'ambito dell'area euro è la minore dispersione dei tassi di crescita tra i diversi paesi (ai valori minimi dall'avvio dell'Unione monetaria) mentre permane differenziato l'output gap. Le esportazioni sono aumentate del 5,1 per cento, a seguito dell'accelerazione del commercio internazionale verso le economie europee esterne all'area e verso la Cina. Le importazioni hanno subito un rallentamento (4,3%). Il surplus delle partite correnti, in tendenziale aumento dal 2013, si è stabilizzato; di fatti, a fronte dell'evoluzione positiva delle quantità si è contrapposto il peggioramento delle ragioni di scambio, derivante in via principale modo dal rincaro dei prezzi petroliferi. Di rilievo è l'incremento dell'occupazione (1,6%), che consolida una tendenza in essere dal 2015. Il tasso di disoccupazione si attesta al 9,1% (rispetto al 12% del 2013), un livello che rimane in ogni caso superiore del 1,5% rispetto a quello pre-crisi finanziaria globale. Parimenti rilevante è la crescita media del 2,9% degli investimenti fissi lordi che, comunque rimangono al di

sotto di quasi 5 punti percentuali, rispetto al livello del 2007. Il percorso di crescita del 2017 pare essersi arrestato nel corso del 2018, tornando in linea con l'andamento medio dell'ultimo triennio.

Figura 2. Prodotto interno lordo dell'area euro e €-coin



Fonte: Rielaborazione Banca d'Italia sulla base di Banca d'Italia, Eurostat e Istat (Banca d'Italia, Relazione annuale 2017, maggio 2018).

Nel 2017 l'inflazione dell'area euro è salita complessivamente all'1,5%, rispetto ai valori pressoché nulli del 2015 e del 2016. Tale incremento è riconducibile alle componenti più volatili, quali beni energetici e alimentari. La componente di fondo dell'inflazione, invece, è stata pari all'1%, poco più al di sopra della media dei quattro anni precedenti. I livelli salariali permangono alquanto contenuti, frenati da un moderato grado di utilizzo delle risorse produttive. Pur riscontrando tale incremento, l'inflazione permane ancora lontana dai valori consoni con la definizione di stabilità dei prezzi adottata dall'Euro-Sistema, specie nella componente di fondo. Pertanto, l'incremento del tasso di inflazione nei prossimi anni sarà conseguente al livello di riassorbimento delle risorse lavorative inutilizzate e dal connesso recupero delle aspettative di inflazione di famiglie e imprese. Nel corso del 2017 le condizioni dei mercati finanziari dell'area euro - per effetto dell'orientamento espansivo della politica monetaria, dell'irrobustimento della ripresa economica e del miglioramento del settore bancario - sono migliorate. I corsi azionari dell'area sono stati sostenuti dal consolidamento della ripresa economica e dal buon andamento delle aspettative sugli utili societari.

Il rendimento dei titoli di Stato decennali tedeschi è aumentato di circa 25 punti base. Nel complesso gli spread decennali rispetto ai titoli tedeschi sono rimasti pressoché invariati in Italia e Spagna, mentre sono diminuiti nel resto dei paesi dell'area (Grecia e Portogallo). Il programma di acquisti di obbligazioni emesse da società non bancarie dei

paesi dell'area dell'euro (CSPP), da parte dell'Euro-Sistema, ha contribuito alla discesa dei premi per il rischio sulle obbligazioni societarie in misura marcata, specie nel primo semestre 2017.

Resta significativo il sostegno fornito alla crescita dalle politiche economiche, in particolare dalle condizioni monetarie molto favorevoli. Nel 2017 la Commissione ha presentato alcune iniziative per la riforma della governance dell'Unione economica e monetaria, tra cui le proposte per il completamento dell'Unione bancaria e dell'Unione dei mercati dei capitali, unitamente al progetto per il potenziamento del Meccanismo europeo di stabilità (*European Stability Mechanism, ESM*), che verrebbe a configurarsi come una sorta di Fondo monetario europeo.

Nel corso del 2017 la progressiva rimodulazione degli strumenti della politica monetaria è avvenuta senza ripercussioni sui mercati finanziari e sui tassi di interesse a lungo termine. L'Euro-Sistema ha continuato ad offrire fondi alle banche mediante aste a tasso fisso e con totale aggiudicazione degli importi richiesti. Complessivamente attraverso le 4 operazioni trimestrali mirate di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO2) alle banche dell'area, da giugno 2016 a marzo 2017, sono stati assegnati 330 miliardi netti, di cui 128 a quelle italiane. I tassi del mercato monetario, a fronte dell'abbondante liquidità presente nel sistema bancario, sono rimasti stabili su valori prossimi a quello applicato sulla *deposit facility*.

1.2 Analisi del contesto socio-economico ed imprenditoriale nazionale

Nel 2017 l'**economia italiana** ha consolidato il processo di recupero in essere, senza soluzioni di continuità, dal II trimestre del 2013. Tuttavia, il tasso di crescita, seppur superiore rispetto a quanto atteso dai diversi previsori all'inizio dell'anno, è decisamente più lento rispetto a quello che si registra nelle altre principali economie dell'area dell'euro. Rispetto alle macro-aree, in base alle stime dell'Istat, la crescita del PIL è stata più sostenuta al Nord (1,8 per cento in entrambe le ripartizioni) rispetto al Mezzogiorno (1,4) e al Centro (0,9).

**Figura 3. Tasso di crescita del Prodotto interno lordo
(macro-aree geografiche, regioni – anni vari)**

REGIONI E AREE GEOGRAFICHE	2000-2007 (2)	2007-2016 (2)	2014	2015	2016	2017 (3)
Piemonte	7,9	-10,0	-0,9	1,1	0,4	---
Valle d'Aosta	7,3	-11,1	-1,2	-1,2	0,1	---
Lombardia	9,5	-1,3	0,7	1,3	1,2	---
Liguria	4,9	-12,5	0,7	-0,1	-0,4	---
Nord Ovest	8,6	-4,6	0,3	1,1	0,9	1,8
Provincia autonoma di Bolzano	8,5	10,4	0,6	1,9	2,2	---
Provincia autonoma di Trento	6,6	-2,1	0,4	-0,3	0,5	---
Veneto	9,2	-6,2	0,4	1,4	0,9	---
Friuli Venezia Giulia	6,7	-8,3	-0,2	2,2	0,5	---
Emilia-Romagna	10,3	-3,3	0,9	0,8	1,9	---
Nord Est	9,2	-4,3	0,6	1,2	1,3	1,8
Toscana	8,1	-5,0	1,3	0,3	0,9	---
Umbria	6,1	-16,1	-2,7	2,8	-1,3	---
Marche	12,3	-11,4	1,7	-0,6	0,6	---
Lazio	14,9	-8,5	-0,2	-0,1	1,0	---
Centro	11,9	-8,3	0,3	0,1	0,8	0,9
Centro Nord	9,7	-5,6	0,4	0,9	1,0	1,5
Abruzzo	4,2	-6,3	-0,8	0,2	0,2	---
Molise	5,0	-17,8	-1,2	2,1	2,8	---
Campania	5,4	-10,5	0,2	1,7	3,2	---
Puglia	2,1	-9,5	0,1	1,1	-0,4	---
Basilicata	-0,5	-1,9	-1,3	8,9	0,3	---
Calabria	3,6	-12,1	-0,8	1,4	0,8	---
Sicilia	5,9	-13,7	-2,5	0,9	-0,1	---
Sardegna	6,7	-9,1	-0,7	2,3	-0,9	---
Sud e Isole	4,5	-10,7	-0,8	1,5	0,8	1,4
Italia	8,5	-6,8	0,1	1,0	0,9	1,5

Fonte: Elaborazioni Banca d'Italia su dati Istat, Conti economici territoriali (Banca d'Italia, Economie regionali, luglio 2018).

Sulla base delle elaborazioni di Banca d'Italia, nel 2017 il PIL nel Mezzogiorno era inferiore di circa il 9% rispetto al periodo pre-crisi; la contrazione era oltre due volte quella del Centro Nord. Tuttavia, in termini pro capite, la differenza tra gli andamenti delle due aree è più contenuta, per effetto delle migrazioni interne e internazionali che hanno portato a una maggiore espansione della popolazione nelle regioni centro-settentrionali.

La crescita è stata sostenuta da diversi fattori, quali: i consumi privati, l'interscambio con l'estero e i processi di accumulazione in beni strumentali e in costruzioni e ha riguardato tutte le macro-aree del Paese, pur evidenziandosi una maggior crescita nelle regioni del Nord. Tuttavia, si rileva che tali fattori di crescita permangono su valori pre-crisi, anche per i bassi investimenti delle amministrazioni pubbliche.

L'interscambio con l'estero, per effetto del maggior incremento delle esportazioni rispetto alle importazioni, è tornato ad essere fattore di crescita dopo quattro anni e l'avanzo delle partite correnti con l'estero ha raggiunto il livello più alto dalla metà degli anni novanta del secolo scorso. In tutte le macro-aree la dinamica delle esportazioni a valori correnti è stata positiva; al netto dei prodotti petroliferi raffinati, la cui forte crescita si è concentrata nelle Isole. Tuttavia, l'incremento è stato però inferiore nel Mezzogiorno (4,3 per cento), a fronte di valori superiori al 6% nel resto del Paese.

È proseguito in modo corposo l'aumento dei consumi (in essere dalla metà del 2013), in

conseguenza della crescita del reddito disponibile per le famiglie, sostenuta dalla ripresa dell'occupazione dipendente. Le aspettative favorevoli sul mercato del lavoro ha comportato, nel secondo semestre del 2017, il miglioramento della fiducia dei consumatori.

In relazione ai prezzi al consumo si registra una crescita derivante dalle componenti più volatili. Le componenti di fondo dell'inflazione, seppur in lieve ma lenta ripresa, permangono su livelli bassi per effetto di risorse produttive non utilizzate. Gli effetti negativi dovuti apprezzamento dell'euro sono stati neutralizzati dall'aumento dei prezzi alla produzione dei manufatti inferiore rispetto a quello dei principali partner commerciali.

L'occupazione è aumentata in modo simile tra le diverse aree. Nelle ripartizioni del Centro Nord l'andamento positivo è stato trainato in misura notevole dal settore dei servizi; nel Mezzogiorno il contributo dell'industria – comprese le costruzioni – è stato analogo a quello del terziario. Al Nord e nel Mezzogiorno l'occupazione ha rallentato nel secondo semestre e la crescita è rimasta debole all'inizio del 2018. Al Centro la dinamica favorevole si è concentrata nella seconda parte del 2017; nei primi mesi dell'anno in corso si è invece registrato un calo. Nel 2017 la diminuzione del tasso di disoccupazione è stata inferiore nel Mezzogiorno, dove la partecipazione al mercato del lavoro è aumentata in misura leggermente superiore rispetto alle altre aree.

Per effetto degli incentivi fiscali, delle condizioni finanziarie, dell'aumento del grado di fiducia sulle prospettive di mercato e la contrazione del livello di incertezza, si registra un'accelerazione degli investimenti, specie in impianti, macchinari e mezzi di trasporto. Tuttavia, gli investimenti, se rapportati al prodotto interno lordo, permangono su livelli inferiori rispetto a quelli pre-crisi. Per effetto delle politiche di sostegno poste in essere si registra un deciso rafforzamento della capacità innovativa delle imprese e della propensione all'adozione di nuove tecnologie.

È migliorato il saldo demografico delle imprese per effetto della riduzione della mortalità. Sebbene il tasso di natalità rimanga su livelli inferiori a quelli prevalenti prima della crisi, sono cresciuti, per il terzo anno consecutivo, la capacità di sopravvivenza delle imprese giovani e il loro contributo al valore aggiunto e all'accumulazione di capitale, soprattutto immateriale.

Tabella 1. Natalità e mortalità di impresa

Data	tasso di natalità lorda	tasso di mortalità	tasso di natalità netta
1° trim. 2015	7,38	6,56	0,82
2° trim. 2015	7,45	6,37	1,07
3° trim. 2015	7,48	6,46	1,02
4° trim. 2015	7,39	6,50	0,89
1° trim. 2016	7,31	6,26	1,05
2° trim. 2016	7,49	6,45	1,04
3° trim. 2016	6,99	6,35	0,64
4° trim. 2016	7,26	6,63	0,63
1° trim. 2017	7,19	6,47	0,72
2° trim. 2017	7,03	6,05	0,98
3° trim. 2017	7,10	5,95	1,15
4° trim. 2017	7,22	5,93	1,29

Fonte: Elaborazioni Banca d'Italia su dati Infocamere

Nel 2017 le condizioni dei mercati finanziari italiani, per effetto dell'orientamento fortemente espansivo della politica monetaria della BCE, del rafforzamento della ripresa economica, del buon andamento degli utili societari e del riassorbimento di gran parte dei rischi sistemici nel settore bancario (risoluzione delle situazioni di crisi di alcuni gruppi bancari e ricapitalizzazioni degli istituti di credito), sono migliorate. Il mercato azionario ha beneficiato, in particolare, del rialzo dei corsi azionari delle banche. I rendimenti sui titoli di Stato italiani sono aumentati gradualmente grazie al consolidamento della ripresa economica nell'area dell'euro. Nel corso del 2018, dapprima dalla metà di maggio e successivamente dalla fine di settembre, il differenziale di rendimento dei titoli di Stato decennali italiani rispetto a quelli tedeschi (tendenzialmente stabile nel 2017) è tornato a salire sensibilmente, a causa del riaffiorare di incertezze sulle prospettive dell'economia nazionale.

Le condizioni finanziarie sono complessivamente migliorate sia per le famiglie sia per le imprese. Con riferimento alle imprese si registra un'ulteriore crescita degli utili conseguiti

Tabella 2. Redditività e copertura degli investimenti

anno	Oneri finanziari netti / MOL	Autofinanziamento/Investiment i	Investimenti	MOL
1999	12,6	66,9	85,2	88,2
2000	14,5	73,5	90,2	96,1
2001	16,2	62,4	93,0	99,3
2002	15,8	59,0	96,8	99,7
2003	13,8	64,3	95,9	97,1
2004	12,6	69,8	96,3	98,6
2005	12,9	71,3	94,1	98,0
2006	15,1	56,8	102,1	99,2
2007	18,3	51,6	105,4	100,6
2008	22,1	46,2	100,0	100,0
2009	18,4	65,6	75,2	86,8
2010	14,5	62,9	89,4	89,8
2011	16,4	59,7	92,7	90,9
2012	18,1	68,2	73,1	84,5
2013	16,8	75,1	70,3	84,1
2014	16,0	77,3	75,5	85,9
2015	13,5	70,6	79,6	88,2
2016	10,7	87,8	79,4	93,2
2017	9,2	88,8	83,2	93,9

Fonte: Elaborazioni Banca d'Italia su dati nominali Istat, Conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie

e una riduzione della leva finanziaria derivante dall'incremento del patrimonio netto.

**Tabella 3. Leva finanziaria delle imprese e contributi alla sua variazione
(periodo di riferimento: 2011-2017)**

Paese	contributo debiti finanziari	contributo patrimonio	contributo prezzi azionari	leva finanziaria 2011	leva finanziaria 2017
Italia	-1,72	-2,76	-5,55	49,60	39,57
Francia	5,74	-2,30	-10,76	39,24	31,92
Spagna	-5,64	-3,53	-3,13	46,29	33,99
Germania	5,61	-1,07	-10,93	43,39	36,99
Regno Unito	3,25	-0,77	-6,97	41,81	37,33

Fonte: Banca d'Italia, Banca Centrale Europea

Si è intensificato il ricorso al mercato dei capitali, oltre che per le grandi imprese, anche da parte di quelle di media dimensione. I debiti verso le banche sono rimasti sostanzialmente stabili, anche se, negli ultimi mesi dell'anno in corso sono emersi segnali di aumento.

Nel 2017, nonostante il permanere di bassi tassi di interesse sul mercato, secondo le rilevazioni di Banca d'Italia si è verificata una raccolta lorda da emissioni obbligazionarie per le imprese non finanziarie - pari a circa 34 miliardi, il doppio rispetto agli anni precedenti. Con riferimento alla dinamica delle emissioni nette (lordo -rimborsi di titoli), a fronte di valori negativi del 2016 (-2,174 miliardi) e del 2015 (-3,929 miliardi), nel 2017, si riscontra un valore positivo pari a circa 22 miliardi. Si rileva, inoltre, che nell'ambito delle passività finanziarie i titoli obbligazionari hanno raggiunto nel 2017 circa il 12,6% dell'universo delle imprese non finanziarie. Con particolare riferimento alle PMI, secondo le stime Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano (4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018), nel triennio 2015-2017, quest'ultime hanno raccolto con titoli mobiliari di debito circa 3,2 miliardi, un valore contenuto, ma che pare destinato a crescere progressivamente nei prossimi anni. Il credito al settore privato non finanziario è aumentato, in misura ancora modesta per le imprese, come osservato in passato nell'uscita da recessioni profonde o associate a crisi finanziarie.

Nel 2017 la situazione economica e patrimoniale delle banche si è complessivamente rafforzata. A seguito della riduzione delle nuove e delle numerose operazioni di cessione di crediti in sofferenza si rilevano sia una notevole diminuzione dello stock dei crediti deteriorati sia il ritorno ai livelli pre-crisi finanziaria globale del rapporto tra nuove insolvenze e prestiti.

Le perduranti condizioni monetarie espansive indotte da diverse leve di politica economica hanno contribuito alla riduzione del costo della provvista, sceso ai livelli storicamente molto bassi. Per effetto della contrazione dei costi operativi e della contrazione delle rettifiche sui

crediti deteriorati, gli utili registrati dalle banche per l'esercizio 2017 mostrano una forte crescita rispetto agli esercizi precedenti. Sul fronte patrimoniale gli istituti di credito, per effetto dei rilevanti aumenti di capitale e per il recupero parziale della redditività, registrano una riduzione del divario di patrimonializzazione rispetto ai principali competitor europei.

1.3 Analisi del contesto socio-economico ed imprenditoriale pugliese

Da quanto emerge dall'ultimo studio sull'economia pugliese (Economie regionali – L'economia pugliese, giugno 2018), nel 2017 l'attività economica regionale ha continuato a crescere in misura modesta, per effetto dell'andamento positivo del settore industriale e del terziario. Inoltre, gli andamenti economici aziendali e le favorevoli condizioni di accesso al credito hanno sostenuto l'ulteriore incremento dei finanziamenti bancari, in special modo per le imprese bancabili, anche di piccole dimensioni.

Nel corso del 2017, il settore agricolo – sulla base delle stime di Promoteia – ha registrato una riduzione del valore aggiunto pari al 4% in termini reali. Tale risultato è riconducibile alla contrazione della produzione delle principali colture, ad eccezione di quella delle olive che registra un aumento del 30,8%.

Nel complesso, il rafforzamento del settore industriale - in senso stretto (+1,7% - secondo sia l'indagine campionaria Invind di Banca d'Italia sia le stime di Prometeia) – riconducibile all'andamento di moderata crescita della domanda interna e di quella estera, si è associato alla ripresa dell'attività di accumulazione di capitale.

La crescita delle vendite delle imprese industriali - riconducibile alla moderata crescita della domanda interna e alla ripresa delle esportazioni - ha comportato, secondo i riscontri della suddetta indagine Invind, un maggior grado di utilizzo della capacità produttiva e una ripresa degli investimenti (in inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti). Dall'analisi per classe dimensionale delle imprese, si rileva che l'incremento del fatturato è riconducibile alle imprese medie e grandi, in quanto in quelle di piccole dimensioni il fatturato ha sostanzialmente ristagnato. Con riferimento ai comparti nell'ambito del settore industriale, si rileva che buona parte della crescita è riconducibile a quello siderurgico. Le vendite del comparto meccanico e di quello alimentare hanno segnato un ristagno, mentre quelle del comparto del mobile ha segnato un'ulteriore contrazione. Parimenti significativi appaiono sia la ripresa degli investimenti (+1% su base annua) sia il ritorno su livelli leggermente positivi (1,6%) del saldo tra la quota di imprese con investimenti in aumento e in riduzione.

Si registra, per effetto delle difficoltà del comparto delle opere pubbliche, una stagnazione del valore della produzione nel settore delle costruzioni, all'interno del quale, tuttavia, si registra un'ulteriore contrazione dello stock di invenduto nell'ambito del comparto residenziale.

La crescita del settore dei servizi è proseguita nel corso del 2017, anche per la dinamica positiva riscontrata nel comparto turistico, ove le presenze di turisti - presso le strutture ricettive pugliesi - sono cresciute del 5,2% su base annua.

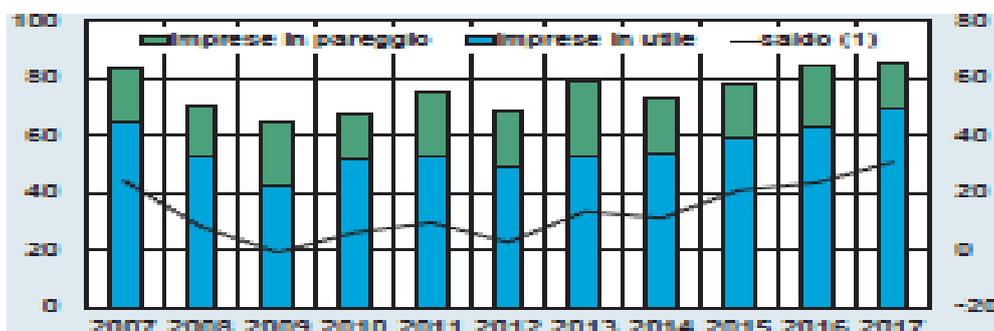
Permane, comunque, anche per effetto dell'andamento negativo della produttività del lavoro, il divario negativo in termini di valore aggiunto pro capite rispetto alle aree più produttive del Paese. Anche nel 2017, le esportazioni pugliesi, pur nell'ambito di una crescita su base annua del 4,1% - riconducibile principalmente al comparto dell'agroalimentare, dei macchinari e del siderurgico - evidenziano una tendenza emersa negli ultimi anni, ovvero una scarsa capacità delle imprese di esportare rispetto a quelle del Mezzogiorno (+9,8%) e quelle dell'intera nazione (+7,4%).

Sul fronte del mercato del lavoro, i livelli occupazionali, dopo l'aumento registrato nel 2015 e nel 2016, sono rimasti sostanzialmente stabili e permangono su livelli inferiori rispetto ai valori pre-crisi. Si registra un calo del tasso di disoccupazione per l'effetto congiunto della riduzione della partecipazione al mercato del lavoro e dell'andamento del numero di occupati. Con riferimento all'ultimo decennio, si rileva un progressivo invecchiamento della forza lavoro regionale, dovuto sia a diversi fenomeni demografici – quali l'allungamento dell'età lavorativa e i saldi dei flussi migratori (che interessano in misura consistente i giovani e i più istruiti); sia ad una minore propensione dei giovani a partecipare alla forza lavoro. Difatti, con riferimento all'ultimo decennio, mentre la quota di popolazione meno giovane che lavora o che cerca un lavoro è aumentata, d'altro la quota di giovani che lavorano o che cercano un lavoro si è ridotta.

Nel corso del 2017, seppur con intensità inferiori rispetto ai valori del 2015 e del 2016, il reddito e i consumi delle famiglie registrano una crescita. Ulteriore lieve miglioramento si registra con riferimento al numero degli individui a rischio povertà o inclusione che, seppur in calo rispetto al picco raggiunto nel 2013, permane ancora elevato rispetto al dato medio nazionale. Anche le famiglie, al pari delle imprese, hanno beneficiato delle favorevoli condizioni di accesso al credito, rivolto all'acquisto di abitazione e alla spesa in beni durevoli, quest'ultima mediante l'accesso al credito al consumo.

Il tendenziale miglioramento della situazione congiunturale ha contribuito a rafforzare la redditività aziendale. Secondo l'indagine Invind 2017, con riferimento ad un campione di imprese del settore industriale e dei servizi con almeno 20 addetti, il 69% circa delle aziende ha conseguito un risultato d'esercizio positivo e il saldo tra la quota di aziende in utile e quelle in perdita si è ampliato.

**Figura 4. Risultato di esercizio
(periodo di riferimento: 2007-2017)**



Fonte: Banca d'Italia, Indagine sulle imprese industriali e dei servizi

Con riferimento al 2016, da un'analisi condotta da Cerved Group si rileva un ulteriore recupero della

redditività operativa, già in essere dal 2014; mentre il rapporto tra margine operativo lordo (MOL) e l'attivo si è attestato al 6,5%, ovvero ad un livello superiore a quello registrato prima della crisi. In virtù del calo dei tassi di interesse, l'incidenza degli oneri finanziari rapportati al MOL è scesa sui valori minimi e ha contribuito ad un incremento del rendimento del capitale proprio (+2,6%). Altrimenti significativo appare la diminuzione del rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto (*leverage*), che si è attestato a fine 2016 al 57,2%, rispetto al punto massimo registrato nel 2013 pari al 61,4%. Tale diminuzione che ha interessato tutti i settori e le classi dimensionali pare riconducibile al suddetto effetto demografico di impresa, al calo del livello di indebitamento delle imprese ed alla maggiore redditività.

**Tabella 4. Indicatori economici e finanziari delle imprese
(periodo di riferimento: 2008-2016)**

VOCI	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Margine operativo lordo / Valore aggiunto	28,4	25,7	25,6	27,6	27,3	27,2	28,6	30,2	32,2
Margine operativo lordo / Attivo	5,5	4,7	4,5	4,9	4,9	4,8	5,2	5,7	6,5
ROA (1)	3,2	2,7	2,2	2,7	2,3	1,7	2,2	2,6	3,1
ROE (2)	0,1	-1,5	-0,5	0,2	-2,1	-5,3	-3,0	-0,1	2,6
Oneri finanziari / Margine operativo lordo	33,6	41,9	34,3	25,5	28,0	32,2	28,4	24,7	18,6
Leverage (3)	62,8	59,5	59,3	59,5	61,3	61,4	61,0	59,0	57,2
Leverage corretto per la liquidità (4)	58,2	55,4	55,2	55,3	57,3	57,3	55,9	52,9	49,3
Debiti finanziari / Fatturato	-27,2	-28,2	-28,0	-28,2	-28,8	-28,7	-27,4	-25,4	-22,5
Debiti bancari / Debiti finanziari	36,2	38,8	42,0	42,0	41,4	42,8	42,7	40,1	36,0
Obbligazioni / Debiti finanziari	73,9	73,4	73,6	72,6	72,7	72,3	70,2	70,0	69,6
Liquidità corrente (5)	1,9	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5	1,8	2,0	2,1
Liquidità immediata (6)	112,1	111,3	111,1	112,7	111,4	110,2	112,7	114,4	117,5
Liquidità / Attivo	76,2	75,8	74,2	75,3	75,1	75,0	77,6	80,6	84,5
Indice di gestione incassi e pagamenti (7)	6,7	5,9	5,7	5,9	5,8	6,0	7,0	7,8	9,2

Fonte: elaborazioni banca d'Italia su dati Cerved Group, su un campione relativo a società di capitali

Secondo le elaborazioni di Banca d'Italia (Economie regionali – L'economia pugliese, giugno 2018), l'incremento della redditività - diffusa tra settori e classi dimensionali - è riconducibile principalmente a fattori demografici delle imprese (uscita dal mercato delle aziende con performance peggiori) e in misura residuale ai profitti conseguiti dalle imprese attive.

Anche il processo di autofinanziamento aziendale ha tratto beneficio dal miglioramento della redditività, trovando allocazione negli investimenti produttivi aziendali.

Sul fronte dei finanziamenti bancari si riscontrano tre aspetti degni di considerazione. In primis, si rileva che il numero delle imprese con esigenze di credito è superiore rispetto a quello delle imprese con esigenze in calo. In secondo luogo, le favorevoli condizioni di accesso al credito hanno sostenuto l'ulteriore incremento dei finanziamenti bancari, rivolto alle imprese meno rischiose, anche di minori dimensioni e concentrato nel settore manifatturiero e in quello dei servizi. Infine, nella valutazione sulle condizioni di indebitamento sono prevalsi giudizi di miglioramento rispetto a quelli

di peggioramento.

1.4 Il finanziamento delle imprese mediante il credito bancario nel contesto nazionale

Nell'ambito dell'area euro, nel corso 2017, per effetto del migliorato quadro congiunturale e della permanenza delle favorevoli condizioni di finanziamento, la crescita dei prestiti bancari - con riferimento al settore privato - si è progressivamente rafforzata (+3% a marzo 2018 rispetto a marzo 2017). L'accelerazione del processo dei prestiti bancari ha riguardato sia le famiglie sia le società non finanziarie. Le condizioni di finanziamento sono rimaste pressoché uguali a quelle del 2016; infatti, il tasso medio sui nuovi prestiti alle imprese si è mantenuto su valori minimi attestandosi su valori prossimi all'1,6%. A livello di sistema, si rileva, i primis, un ulteriore riduzione del livello di frammentazione dei mercati del credito a livello dei paesi dell'area euro e in secondo luogo, il ritorno sui valori contenuti registrati prima dell'avvio della crisi del debito sovrano e alla dispersione nella dinamica e nel costo dei prestiti alle imprese.

Con riferimento al contesto italiano, nel corso del 2017, i prestiti delle banche italiane sono aumentati dell'1,4%. Tale aumento ha interessato il settore privato, mentre il credito alle Amministrazioni pubbliche si è ridotto (Cfr. Banca d'Italia, Relazione annuale 2017, maggio 2018).

L'aumento dei prestiti ha interessato il settore privato, in via prevalente le famiglie (+3,2%), per l'effetto congiunto di una maggiore domanda, dei bassi tassi di interesse e dall'aumento del reddito disponibile ed ha riguardato, in particolare, il settore del credito al consumo. Sul fronte dei prestiti alle imprese si rileva un lievissimo aumento (+0,3%). Tuttavia, a fine marzo 2018 si rileva una variazione su base annua dell'1,1%, favorita dall'andamento crescente degli investimenti aziendali e dal mantenimento di condizioni di offerta accomodanti, oltre che dagli incentivi all'offerta di credito previsti dalle operazioni di rifinanziamento mirate a più lungo termine presso l'Eurosistema (cfr. Banca d'Italia, Bollettino economico, 2, 2018). Tale variazione è stata più ampia per le aziende manifatturiere e dei servizi di maggiore dimensione per effetto della crescita del volume degli investimenti.

Seppur ridotte rispetto ai valori massimi del 2012, le difficoltà di accesso al credito per le imprese italiane permangono elevate, rispetto ai principali paesi dell'area euro, in special modo per le medie e le piccole (-0,9%, variazione annuale al 31/12/2017 rispetto all'anno precedente).

Tabella 5. Credito alle imprese
(periodo di riferimento: fine periodo degli anni 2014,2015,2016 e 2017
e I trimestre 2018)

VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi					Composizio percentual marzo 2018
	2014	2015	2016	2017	marzo 2018	
Banche						
Attività economica						
Manifattura	-0,3	1,7	-0,7	2,7	3,1	22,3
Costruzioni	-3,1	-2,9	-5,2	-3,6	-3,1	13,2
Servizi	-2,3	0,2	3,3	1,8	3,9	35,7
Attività immobiliari	-3,2	-1,9	1,0	-3,2	-4,4	11,1
Altro	-2,2	-4,4	-1,8	-0,5	-0,4	9,1
Dimensione						
Imprese piccole (3)	-2,4	-2,3	-2,2	-0,9	-0,9	16,7
Imprese medio-grandi	-2,0	-0,3	0,7	0,5	1,6	74,7
Totale	-2,1	-0,7	0,1	0,3	1,1	91,4
Società finanziarie						
Leasing	-2,8	-3,8	-2,7	-4,0	-3,9	5,6
Factoring	-4,1	4,0	11,0	4,3	0,4	2,2
Altri finanziamenti	-0,4	-8,9	-1,8	16,9	15,4	0,8
Totale	-3,1	-2,7	0,6	-0,2	-1,3	8,6
Banche e società finanziarie						
Totale	-2,3	-0,9	0,2	0,3	0,9	100,0

Fonte: Banca d'Italia sulla base delle segnalazioni di vigilanza.

Le suddette difficoltà delle imprese italiane nel processo di finanziamento – mediante il credito bancario - derivano da fattori specifici del sistema bancario del paese, ovvero, l'elevato livello dei crediti deteriorati, il processo di ricapitalizzazione di alcuni istituti di credito e il completamento del processo di trasformazione delle banche popolari - con un livello degli attivi pari ad almeno 8 miliardi - in società per azioni.

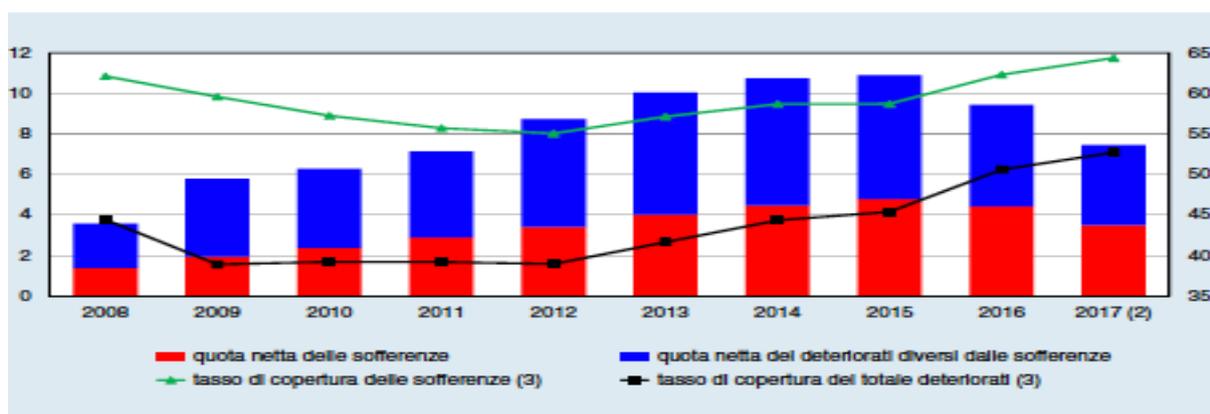
L'evoluzione dei prestiti risente, in altri termini, della presenza di fattori/condizioni/vincoli sia sul lato della domanda sia su quello dell'offerta. Sul fronte della domanda si sconta un moderato riavvio degli investimenti e una buona capacità di autofinanziamento delle imprese, mentre, sul lato dell'offerta permangono vincoli specifici per le imprese più rischiose e per quelle di minore dimensione. Difatti, si è accentuata l'eterogeneità dell'andamento dei prestiti bancari per classe di rischio delle imprese. Il credito erogato alle imprese rischiose si è ulteriormente ridotto, mentre il credito erogato alle imprese più solide ha subito un'accelerazione. Per le imprese rientrate nelle classi di rischio intermedie si rileva un'espansione dei prestiti per le società di medio e grande dimensione, a fronte di una contrazione per le piccole aziende e per le micro-imprese.

In termini generali, si rileva una discesa dei tassi di interesse bancari praticati alle imprese (2,2% a marzo 2018). Tuttavia, permane elevato – per tutte le classi di rischio - il differenziale tra i tassi di interesse applicati alle micro-imprese e alle società di grande dimensione, pari a poco più dell'1 per cento.

Per quanto attiene il rapporto tra il flusso di nuovi prestiti deteriorati e il totale dei crediti si rileva, nel 2017, una discesa di mezzo punto percentuale attestandosi al 2,1%. Tale inversione di tendenza è confermata dai dati del primo trimestre 2018 ove si attesta all'1,7%, Parimenti positivo è il fenomeno di riduzione delle consistenze di crediti deteriorati (al lordo delle rettifiche di valore) per circa 65 miliardi di euro, a 285; al netto delle rettifiche di valore, il calo è stato di 38 miliardi, a 135 miliardi. Parimenti in riduzione anche l'incidenza dei crediti deteriorati sul totale dei finanziamenti erogati dalle banche che si è attestata a fine anno al 14,5 al lordo delle rettifiche di valore e al 7,5% al netto, rispetto ai valori di fine 2016 pari rispettivamente al 17,3% e 9,4%). Complessivamente il peso dei prestiti deteriorati nei bilanci delle banche italiane si è ridotto di oltre tre punti percentuali rispetto al picco registrato nel dicembre 2015.

Tale processi virtuosi sono riconducibili alle attività di dismissione dei prestiti deteriorati, al calo delle insolvenze tra i nuovi prestiti, oltre che, seppur in misura minore, alle ordinarie attività di recupero.

Figura 5. Qualità del credito dei gruppi bancari e delle banche italiane: incidenza netta e tasso di copertura dei crediti deteriorati (periodo di riferimento: 2008-2016)



Fonte: Elaborazioni Banca d'Italia su segnalazioni di vigilanza consolidata per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi

Nel 2017 si è rilevato in crescita di due punti percentuali anche il tasso di copertura delle esposizioni deteriorate, dato dal rapporto tra le rettifiche e la consistenza dei prestiti deteriorati, che si è attestato al 53 per cento. Parimenti in crescita, seppur di mezzo punto percentuale circa, il tasso di copertura dei crediti deteriorati non assistiti da garanzia, che si è attestato al 63,5 per cento. Infine, appare decisamente migliorata la capacità delle banche di far fronte alle perdite inattese derivanti dai crediti deteriorati; difatti, tra il 2015 e il 2017, il rapporto tra questo tipo di attività al netto delle rettifiche e il capitale di migliore qualità è diminuito a livello di sistema dal 105 al 70 per cento e per le banche significative dal 118 al 74 per cento.

Tabella 6. Qualità del credito delle banche e dei gruppi bancari italiani: incidenza netta e tasso di copertura dei crediti deteriorati (periodo di riferimento: 2008-2017)

Data	quota netta delle sofferenze	quota netta dei deteriorati diversi dalle sofferenze	tasso di copertura delle sofferenze	tasso di copertura del totale deteriorati
2008	1,40	2,17	62,11	44,42
2009	1,94	3,84	59,58	38,91
2010	2,39	3,89	57,23	39,22
2011	2,89	4,25	55,70	39,21
2012	3,41	5,31	55,06	38,95
2013	4,04	6,00	57,13	41,65
2014	4,48	6,26	58,68	44,34
2015	4,80	6,08	58,70	45,40
2016	4,42	5,01	62,30	50,60
2017	3,51	3,94	64,36	52,70

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi

il processo di riduzione dei crediti deteriorati è stato supportato, oltre che scelte gestionali delle singole banche, anche da diverse iniziative di sistema. A marzo 2017, la BCE ha pubblicato le linee guida non vincolanti per le banche significative. Nel gennaio 2018 la Banca d'Italia ha emanato le linee guida, coerenti con quelle della BCE, per le banche meno significative. Nel marzo 2018 le linee guida BCE sono integrate con riferimento agli accantonamenti su crediti e nello stesso mese la Commissione europea ha pubblicato una proposta legislativa finalizzata al contenimento della formazione di nuove esposizioni deteriorate. Infine, si rileva che sono in via di pubblicazione da parte dell'EBA le linee guida per la gestione dei crediti deteriorati per le banche europee.

Sul fronte degli intermediari creditizi non bancari, si rileva per il 2017 un miglioramento del credito, sia in termini di quantità (+2%, pari a 116 miliardi ovvero a circa l'8% dei prestiti del settore bancario alle famiglie e alle imprese non finanziarie) sia in termini di qualità.

Non positivo invece il contributo dei confidi vigilati. Il totale delle garanzie a fine 2017 ammontava a 7,9 miliardi, in calo del 3 per cento rispetto al 2016. Parimenti negativo è il dato relativo all'incidenza delle sofferenze sul totale delle attività, in crescita dal 23% registrato nel 2016 al 23,9% di fine 2017. In riduzione del 3% rispetto al 2016, invece, il totale delle attività dei confidi vigilati.

In definitiva, considerati gli scenari macro-economici attesi, i dati sul fronte della domanda e dell'offerta di credito, l'impatto della regolamentazione, i profili di redditività e patrimonializzazione, si evince che il livello del credito - con riferimento al contesto italiano - potrà tornare ad essere funzionale, rispetto ai processi di investimento delle imprese, allorquando: a) entreranno a pieno regime le misure per diminuire i tempi delle procedure di recupero; b) si avrà la

piena attivazione di un mercato secondario attraverso lo schema di garanzia dello Stato sulla cartolarizzazione delle sofferenze (Gacs).

1.4.1 Il finanziamento delle imprese mediante il credito bancario nel contesto regionale pugliese

Alla fine del 2017, secondo l'ultimo rapporto annuale redatto da Banca d'Italia relativo all'economia della Puglia (Banca d'Italia, *Economie regionali. L'economia della Puglia*, n.16, giugno 2018), i prestiti erogati dagli istituti di credito, a favore della clientela residente in Puglia, hanno registrato un incremento su base annua dell'1,9%, rispetto all'incremento dell'0,5% registrato a fine 2016 rispetto ai 12 mesi precedenti. Il suddetto incremento è riconducibile all'aumento del credito erogato a favore delle famiglie (+4%) e alle imprese (+0,9%), mentre il volume dei prestiti erogati alle Amministrazioni pubbliche ha registrato un decremento del 6,8%.

**Tabella 7. Prestiti bancari per settore di attività economica
(periodo di riferimento: 2015-2017; variazioni percentuali sui 12 mesi)**

PERIODO	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Settore privato non finanziario					Famiglie consumatrici	Totale
			Totale settore privato non finanziario (4)	Imprese			Totale		
				Totale imprese	Medio-grandi	Piccole (2)			
						totale piccole imprese			
Dic. 2015	11,7	20,5	0,1	-0,8	-0,6	-1,3	-0,8	1,3	0,8
Dic. 2016	-23,5	11,4	1,9	0,7	1,3	-0,7	-0,5	3,1	0,5
Mar. 2017	-7,5	11,7	1,9	0,5	0,6	0,1	0,5	3,6	1,5
Giu. 2017	-9,0	-2,0	2,3	0,9	1,8	0,3	0,7	3,9	1,8
Set. 2017	-6,7	-7,8	2,2	0,5	0,4	0,7	0,8	4,0	1,7
Dic. 2017	-6,8	-10,2	2,4	0,9	0,9	1,0	1,3	4,0	1,9
Consistenze di fine periodo in milioni di euro									
Dic. 2017	2.491	171	51.488	24.661	17.722	6.939	4.721	26.568	54.150

Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su segnalazioni di vigilanza

L'incremento dei finanziamenti del 2017, riconducibile alla dinamica della domanda di famiglie e imprese nonché alle favorevoli condizioni di accesso al credito, è stato agevolato dall'attività di erogazione delle banche non appartenenti ai primi cinque gruppi bancari, i quali hanno visto diminuire la loro quota di mercato al 51%, oltre due punti percentuali in meno rispetto alla fine del 2016.

Con riferimento ai prestiti erogati a favore delle imprese (+0,9%), in relazione alle classi dimensionali delle stesse, si registra un aumento dell'0,9% per le imprese medio-grandi e dell'1% per quelle piccole.

**Tabella 8. Prestiti e sofferenze delle banche per settore di attività economica
(periodo di riferimento: 2015-2017; stock di fine periodo)**

SETTORI	Prestiti			Sofferenze		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Amministrazioni pubbliche	3.397	2.630	2.491	236	236	237
Società finanziarie e assicurative	328	260	171	139	70	19
Settore privato non finanziario	52.686	52.509	51.488	8.055	8.432	7.225
Imprese	27.144	26.420	24.661	6.290	6.607	5.477
Imprese medio-grandi	19.535	19.071	17.722	4.494	4.745	3.919
Imprese piccole (1)	7.609	7.349	6.939	1.796	1.862	1.559
di cui: famiglie produttrici (2)	5.117	4.955	4.721	1.152	1.190	1.004
Famiglie consumatrici	25.267	25.827	26.568	1.731	1.798	1.721
Totale (3)	56.411	55.400	54.150	8.429	8.739	7.482

Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su segnalazioni di vigilanza

Con riferimento al settore di attività economica, i prestiti sono aumentati nel manifatturiero del 5,1% e in quello dei servizi del 2%, mentre in quello delle costruzioni si rileva una diminuzione su base annua, a fine 2017, del 5,4%. I prestiti del settore manifatturiero sono stati trainati dall'andamento del comparto alimentare, dell'*automotive* e dei prodotti elettronici mentre nel terziario l'incremento è riconducibile ai comparti del commercio e della ristorazione.

**Tabella 9. Prestiti bancari alle imprese per branca di attività economica
(periodo di riferimento: 2015-2018 (I trimestre); variazioni percentuali sui 12 mesi; consistenze di fine periodo espresse in milioni di euro)**

PERIODI	Attività manifatturiere	Costruzioni	Servizi	Totale (1)
Dic. 2015	1,0	-2,9	-0,2	-0,8
Dic. 2016	1,2	-2,8	4,0	0,7
Mar. 2017	1,8	-3,6	3,1	0,5
Giu. 2017	3,6	-3,4	3,0	0,9
Set. 2017	4,9	-3,1	1,8	0,5
Dic. 2017	5,1	-5,4	2,0	0,9
Mar. 2018 (2)	4,4	-4,4	3,8	1,0
Consistenze di fine periodo				
Dic. 2017	5.274	3.752	12.353	24.661

Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su segnalazioni di vigilanza

L'andamento di prestiti erogati dagli intermediari continua ad essere eterogeneo tra le diverse classi di rischio delle imprese. Secondo un'analisi condotta da Cerved Group, su un campione di circa 15.000 società di classi pugliesi, si rileva un incremento dei prestiti per quelle imprese classificate come non rischiose e un sensibile decremento, invece, per quelle rischiose, le quali scontano fattori di debolezza sia sul lato della domanda sia su

quello dell'offerta di credito.

Nel 2017, a seguito del permanere delle politiche monetarie espansive, si rileva una diminuzione dei tassi a breve termine per tutte le tipologie di imprese (tasso di interesse medio sui prestiti a breve termine pari al 5,7%), con differente intensità per quelle rischiose e quelle meno rischiose. Tale differente intensità ha comportato, pertanto, l'aumento del differenziale tra i diversi gruppi di imprese. Sul fronte dei prestiti a medio e lungo termine, il costo delle nuove erogazioni è rimasto sostanzialmente invariato, rispetto al 2016, attestandosi al 2,5 per cento.

**Tabella 10. Tassi di interesse bancari
(periodo di riferimento: 2015-2018 – I trimestre)**

VOCI	Dic. 2015	Dic. 2016	Dic. 2017	Mar. 2018
	Tassi attivi (2)			
Prestiti a breve termine (3)	6,84	5,93	5,47	5,49
<i>di cui:</i> imprese medio-grandi	6,64	5,66	5,27	5,25
piccole imprese (4)	9,54	8,58	8,13	7,93
totale imprese	7,05	6,08	5,65	5,63
<i>di cui:</i> attività manifatturiere	6,35	5,47	4,96	5,02
costruzioni	7,61	6,58	6,11	6,00
Servizi	7,19	6,28	5,94	5,88
Prestiti a medio e a lungo termine (5)	3,27	2,50	2,56	2,69
<i>di cui:</i> famiglie consumatrici per l'acquisto di abitazioni	2,97	2,41	2,44	2,34
Imprese	3,42	2,48	2,54	2,80

Fonte: Banca d'Italia, rilevazioni sui tassi di interessi

Per quanto attiene la qualità del credito – misurata dal rapporto tra il flusso dei nuovi prestiti deteriorati e il totale dei crediti non in *default* rettificato all'inizio del periodo), pur registrando un ulteriore miglioramento (dal 3,7% nel 2016 al 3% nel 2017), permane su livelli peggiori rispetto al dato nazionale e in linea con quelli delle altre regioni del Mezzogiorno. Il suddetto rapporto è migliorato significativamente per le imprese (-4,8%), per effetto del migliore andamento registrato dalle imprese di minori dimensioni e da quelle del settore delle costruzioni. Anche il rapporto tra lo stock di prestiti bancari deteriorati e il totale dei prestiti - al lordo delle rettifiche di valore - ha subito una contrazione, attestandosi al 18,9% dei prestiti complessivi (famiglie e imprese) a fronte del 22,3% di fine 2016. Parimenti migliorato appare il rapporto tra le rettifiche di valore e l'ammontare lordo dei crediti (tasso di copertura dei prestiti deteriorati nei confronti della clientela residente in Puglia) che si è attestato al 52,8%, il tasso di copertura relativo ai soli crediti in sofferenza si è attestato al 62,9%.

Tabella 11. Qualità del credito: tasso di deterioramento del credito nel 2017

REGIONI E AREE GEOGRAFICHE	società finanziarie e assicurative	imprese					famiglie consumatrici	totale (2)
		totale imprese	di cui: attività manifatturiera	di cui: costruzioni	di cui: servizi	di cui: piccole imprese (1)		
Piemonte	0,1	2,4	2,1	5,8	2,0	2,4	1,0	1,6
Valle d'Aosta	0,0	2,4	5,1	8,2	1,3	2,1	1,0	1,7
Lombardia	0,4	2,3	2,0	5,6	2,1	2,4	1,2	1,4
Liguria	12,5	7,0	3,0	8,9	8,6	2,7	1,1	4,4
Nord Ovest	0,4	2,6	2,0	5,9	2,5	2,4	1,1	1,5
Trentino-Alto Adige	12,0	1,6	1,5	5,9	1,4	2,2	0,9	1,6
Prov. aut. di Bolzano	19,8	1,4	1,6	4,0	1,1	1,7	0,6	1,6
Prov. aut. di Trento	0,3	2,0	1,4	9,4	1,8	3,3	1,2	1,7
Veneto	0,5	3,0	3,3	8,2	2,2	3,2	1,7	2,0
Friuli Venezia Giulia	0,1	1,8	0,8	5,1	1,9	2,5	0,9	1,3
Emilia-Romagna	0,5	3,5	2,1	6,9	3,7	3,5	1,2	2,6
Nord Est	0,6	2,9	2,4	7,1	2,7	3,0	1,3	2,1
Toscana	0,8	3,0	2,6	11,3	2,2	3,5	1,3	2,3
Umbria	0,3	3,9	1,6	21,2	3,0	3,9	1,5	3,1
Marche	1,8	3,9	2,8	9,6	4,3	5,6	1,7	3,0
Lazio	1,6	5,1	1,3	18,1	3,0	3,8	1,5	2,7
Centro	1,5	4,2	2,1	16,2	2,9	4,1	1,4	2,6
Centro Nord	0,5	3,1	2,2	9,1	2,7	3,0	1,3	2,0
Abruzzo	26,1	3,8	1,3	7,4	4,9	5,1	1,9	3,1
Molise	0,0	3,8	1,9	5,2	4,3	4,3	1,7	2,7
Campania	1,5	3,6	2,4	6,3	3,6	3,8	1,8	2,6
Puglia	19,5	4,8	3,7	7,6	4,7	3,6	1,5	3,0
Basilicata	0,0	3,9	2,5	4,6	3,3	3,8	1,3	2,5
Calabria	6,1	4,7	5,4	9,2	4,8	4,5	1,8	3,5
Sicilia	1,3	3,9	3,2	9,4	3,6	4,2	2,0	2,8
Sardegna	0,0	3,6	2,0	5,6	3,3	3,2	1,2	2,0
Sud e Isole	1,4	4,0	2,6	7,3	4,0	4,0	1,7	2,8
Italia	0,5	3,2	2,2	8,9	2,8	3,2	1,4	2,1

Fonte: Centrale dei rischi, segnalazioni di banche e società finanziarie

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

Un adeguato accesso ai canali di finanziamento da parte delle imprese è una variabile che incide in maniera sostanziale sulle dinamiche di sviluppo economico di un Paese e di un contesto regionale. L'investimento in capitale di rischio rappresenta uno strumento peculiare, il cui positivo impatto sulle dinamiche di crescita delle aziende partecipate è, ormai, ampiamente verificato e dimostrato da numerosi e autorevoli studi.

Le imprese ad alto contenuto tecnologico, proprio per il loro orientamento fortemente innovativo, presentano caratteristiche peculiari che rendono difficile il reperimento di risorse finanziarie sia interne sia esterne. In primis, l'elevata incertezza e rischiosità che caratterizza i progetti di innovazione si può tradurre in perdite consistenti nel primo periodo di vita dell'impresa (Carpenter e Petersen, 2002). La necessità di fondi è ampliata dall'esistenza di elevati costi fissi iniziali che tali imprese devono sostenere per l'acquisto beni materiali ed immateriali necessari e che possono anche risultare irrecuperabili se il mercato non si sviluppa nella direzione prevista (Hall, 2002).

Le giovani imprese, in particolar modo quelle innovative, hanno generalmente difficoltà a comunicare informazioni strutturate agli stakeholder., specie ai finanziatori, a causa di una scarsa strutturazione delle principali aree di gestione aziendale, del management e del processo decisionale; oltre ad essere, per ovvi motivi legati al posizionamento competitivo, disincentivate a fornire informazioni sul contenuto dei propri progetti imprenditoriali.

I potenziali investitori (finanziatori), pertanto, si trovano di fronte ad una oggettiva difficoltà nel valutare i progetti innovativi, sia per la scarsa trasparenza informativa, sia perché le valutazioni del valore prospettico del progetto imprenditoriale, risulta sovente aleatorio se non indefinibile.

Solitamente gli intermediari finanziari richiedono garanzie collaterali che le imprese non riescono, stante che la caratteristica di intangibilità dei risultati di questi aziende comporta una limitata presenza, se non assenza, di beni patrimoniali da assoggettare all'eventuale debito (Carpenter and Petersen, 2002; Hall, 2002).

Inoltre, le inevitabili asimmetrie informative possono inoltre luogo a situazioni di azzardo morale nel momento in cui l'imprenditore, una volta ottenuto il finanziamento, può essere portato ad aumentare ulteriormente la rischiosità del progetto innovativo.

In definitiva, il fatto che un finanziatore esterno non riesca a stimare in maniera corretta i costi ed i benefici di un investimento, specie in R&S, per lo più di natura intangibile e dagli esiti fortemente incerti, e che sia esposto a potenziali comportamenti di azzardo morale da parte dell'imprenditore, non facilita quindi l'instaurarsi di interazioni proficue tra i due soggetti, ma spesso conduce alla non concretizzazione del finanziamento stesso (Calderini e Ughetto, 2009).

In altri termini, le situazioni di mancato incontro tra domanda e offerta di capitali (*equity gap*), risultano particolarmente accentuate per le imprese innovative nei primi stadi di sviluppo. Il ricorso ai tradizionali canali di finanziamento bancario nelle prime fasi di vita, in assenza di esperienza imprenditoriale, scarsa trasparenza informativa, scarsa o non sufficiente capacità di produrre risultati economici in grado di pagare gli interessi e restituire il capitale, l'elevato livello di rischio connesso al business model e, non per ultimo, l'assenza di garanzie reali, risulta non idoneo o scarsamente percorribile. Per la presenza dei suddetti fattori e vincoli, la forma principale di finanziamento per imprese giovani, specie a elevato livello di innovazione, è rappresentata dal ricorso al capitale di rischio.

In relazione al ciclo di vita di un'impresa innovativa, è possibile distinguere alcune fasi:

- a) la fase di concepimento del progetto (*seed*);
- b) di avvio dell'attività (*start-up*);
- c) di espansione iniziale (*early growth*);
- d) di crescita sostenuta (*sustained growth*);
- e) di consolidamento (*later stage*).

Ciascuna fase prevede esigenze finanziarie differenti, legate ai profili di rischio, ai costi di verifica e di monitoraggio dei progetti, al grado di liquidabilità degli investimenti e alle dimensioni aziendali (Berger e Udell, 1998).

Di conseguenza un'impresa, a seconda dello stadio di sviluppo in cui si trova, ricorrerà a fonti di finanziamento ed a investitori istituzionali alternativi e utilizzerà il capitale fornito per finalità diverse.

La fase *seed*, caratterizzata dal concepimento dell'idea innovativa, si contraddistingue per un'elevata incertezza dei risultati e per un fabbisogno finanziario contenuto, spesso limitato all'esborso necessario per effettuare le valutazioni tecnico-economiche del progetto di investimento. A questa fase è tipicamente gestita da operatori "informali" ovvero i *business angel* e non dai *venture capitalist*, in quanto disincentivati dalle diseconomie di scala connessi alla gestione e monitoraggio dei progetti finanziati, tipicamente di piccole dimensioni

Nella fase di *start-up* l'idea viene lanciata sul mercato; questo stadio è altresì caratterizzato da un ampio grado di aleatorietà circa le probabilità di successo dell'idea innovativa, ma prevede un elevato fabbisogno finanziario a cui si contrappone, almeno inizialmente, una sostanziale assenza di ricavi.

La fase di espansione iniziale (*early growth*) presenta una graduale riduzione della rischiosità operativa, ma un'esigenza crescente di capitali legata alla necessità di sviluppare una rete distributiva capillare sul mercato e all'implementazione di investimenti in capacità produttiva. In questa fase, la crescita del fatturato consente un incremento del margine di autofinanziamento, tuttavia non sufficiente a coprire integralmente il fabbisogno finanziario dell'impresa.

Nelle fasi di *start-up* e *early growth*, il fabbisogno finanziario richiesto per l'avvio dell'attività assume dimensioni rilevanti e necessita dell'intervento di investitori non solo caratterizzati da un'elevata propensione al rischio, ma dotati di capitali ingenti e con un orizzonte temporale di lungo termine, quali i *venture capitalist*.

Nello stadio di *sustained growth* l'impresa aumenta la propria capacità di generare risorse interne. Il grado di rischio è sicuramente più ridotto rispetto alle fasi precedenti, ma il fabbisogno finanziario è ancora piuttosto consistente, in quanto è connesso alla distribuzione e commercializzazione dell'output del progetto innovativo. In questa fase l'impresa riesce ad accedere ad altre forme di finanziamento (quali il credito mezzanino ed il credito bancario), per quanto gli operatori di capitale di rischio possano continuare a supportare l'impresa nelle sue strategie di espansione.

Una volta che l'impresa ha ormai raggiunto la piena maturità (*later stage*) grazie alla minore incertezza e alle maggiori garanzie patrimoniali, può avere accesso al credito bancario di lungo termine. È in questa fase che l'investitore originario può liquidare l'investimento.

Uno degli elementi di maggiore criticità richiamato nel dibattito sul rallentamento del sistema industriale italiano è rappresentato dai vincoli di natura finanziaria e dimensionale delle imprese. In siffatto contesto, caratterizzato dalla prevalenza da piccole e medie imprese, con forte valenza locale e assetti manageriali non strutturati, le fonti esterne di risorse finanziarie si riducono quasi esclusivamente al settore bancario, data lo scarso sviluppo del mercato di borsa e l'esiguo ruolo rivestito dal mercato del *private equity*.

L'analisi empirica è da tempo interessata alla verifica di situazioni di *equity gap* a livello nazionale o regionale. Tuttavia, la misurazione dell'*equity gap* è piuttosto complessa. In altri termini, poiché esso dipende dall'inefficienza dei mercati, occorrerebbe poter valutare quali situazioni vedrebbero realizzato l'incontro di domanda ed offerta in un mercato efficiente; inoltre, è difficoltoso

individuare la presenza utilizzando dati statistici, incapaci di cogliere il fabbisogno finanziario insoddisfatto delle imprese.

A causa di queste difficoltà l'approccio più diffusamente utilizzato per questo tipo di analisi, è quello delle interviste dirette e/o della somministrazione di questionari alle imprese interessate.

Negli ultimi decenni, i governi europei e le autorità comunitarie hanno riservato un ruolo di crescente importanza al finanziamento in capitale di rischio, concentrandosi in particolare sul mercato del venture capital, a testimonianza di una sempre crescente consapevolezza dell'incidenza di questo settore su variabili di grande rilevanza, quali l'occupazione, la capitalizzazione delle imprese e l'innovazione tecnologica. Pertanto, al momento di considerare una questione complessa come l'intervento del soggetto pubblico nel settore del capitale di rischio, risulta di fondamentale importanza determinare quale sia il reale valore aggiunto della sua azione, identificando gli specifici fallimenti del mercato e, in seguito, predisponendo i meccanismi di intervento più adatti alle finalità di volta in volta individuate.

Con riferimento al contesto italiano, sebbene siano stati varati interventi di indubbio valore in questi ultimi anni, non si può fare a meno di rilevare un marcato ritardo nei confronti dei principali Paesi europei, tanto sul lato del mercato (numero di operazioni, volumi investiti, grado maturità del mercato), quanto su quello dell'intervento pubblico, ancora insufficiente se comparato ai principali competitors globali ed europei.

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.

L'esigenza di misure strutturali che incidano sui fattori di sviluppo delle imprese italiane emerge in maniera ancor più rilevante a seguito delle implicazioni del razionamento del credito – che sostanzia una causa del fallimento del mercato- da parte degli istituti di credito, specie per le micro-imprese e per le aziende più rischiose e più opache. In quest'ottica, il ruolo del *private equity* acquisisce una nuova potenzialità – favorendo la nascita di nuove iniziative e la crescita delle imprese esistenti, attraverso il potenziamento delle conoscenze tecniche ed organizzative e gli investimenti in ricerca e sviluppo – ed assume una conformazione maggiormente protesa agli aspetti industriali e non finanziari della gestione aziendale.

Il capitale investito nel mercato italiano del *private equity* e *venture capital* nel 2017 ha rappresentato il terzo valore più alto degli ultimi 10 anni, nonostante l'assenza dei *mega deal*, che avevano monopolizzato il capitale investito nel corso del 2016.

Con riferimento al numero di operazioni, si rileva un sostanziale mantenimento del livello degli anni precedenti, in altri termini, si conferma stabilmente sopra a quota 300.

Per quanto attiene la raccolta degli operatori privati, escludendo quella dei soggetti istituzionali che hanno effettuato alcuni *closing* significativi durante l'anno, si rileva un ulteriore rallentamento, configurandosi come la parte più critica dell'attività.

I disinvestimenti, invece, hanno continuato il trend di crescita sia in termini di ammontare, sia in termini di numero e hanno visto l'affacciarsi sul mercato, come nuovo canale di exit, della

quotazione tramite SPAC. Le performance degli operatori attivi sul mercato italiano, infine, hanno mostrato un lieve calo rispetto all'anno precedente, ma si sono mantenute su buoni livelli.

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 partecipazione.

Ai fini del presente valutazione, tuttavia, rilevano le forme di investimento in 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* e quelle di *expansion*.

Tabella 12. Investimenti in capitale di rischio - operazioni di *early stage* e di *expansion* (periodo di riferimento 2011-2017)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Italia							
N° di operazioni	326	349	368	311	342	322	311
di cui <i>Early stage</i>	106	118	144	100	122	128	133
di cui <i>Expansion</i>	139	125	129	89	76	67	45
Valore delle operazioni (milioni di euro)	3.583	3.230	3.430	3.528	4.620	8.191	4.938
di cui <i>Early stage</i>	82	68	69	42	74	103	133
di cui <i>Expansion</i>	674	714	664	1.113	306	710	338

Fonte: AIFI-PwC

Tabella 13. Investimenti in capitale di rischio - operazioni di *early stage* e di *expansion* nelle regioni del Mezzogiorno (periodo di riferimento 2011-2016)

Mezzogiorno						
N° di operazioni	39	73	100	30	31	31
di cui <i>Early stage</i>	21	50	64	18	22	19
di cui <i>Expansion</i>	11	14	31	8	3	6
Valore delle operazioni (milioni di euro)	146	143	103	80	65	129
di cui <i>Early stage</i>	18	28	30	14	16	13
di cui <i>Expansion</i>	50	40	27	59	4	18

Fonte: AIFI-PwC

1.6. Le modalità di finanziamento delle imprese complementari/integrative al credito bancario: i mini-bond

1.6.1 Introduzione

La crisi finanziaria ed economica dell'ultimo decennio ha posto in maggior risalto il tema del finanziamento delle imprese: da un lato, le imprese sono indebolite dalla congiuntura negativa; dall'altro, le banche devono confrontarsi con una regolamentazione sempre più stringente in termini di capitale, liquidità e leva finanziaria.

Analisi econometriche confermano che, a parità di numerose caratteristiche di impresa (redditività, liquidità, dinamica del fatturato, spesa per investimenti, settore di attività e area geografica), il credito si è ridotto sia per le aziende più rischiose (di tutte le dimensioni) sia per le micro-imprese. La maggiore fragilità finanziaria delle micro-imprese, dovuta in particolare al più elevato grado di indebitamento, spiega il notevole differenziale nel tasso di variazione dei prestiti con riferimento sia alle grandi sia alle piccole e medie imprese.

In siffatto contesto, tuttavia/pertanto, si è operato negli ultimi anni, a vario livello, anche normativo e regolamentare, per mettere a disposizione delle piccole e medie imprese, che più di altre risentono di questa congettura, strumenti di finanziamento da parte del mercato, complementari al tradizionale credito bancario, quali i mini-bond.

Lo sviluppo del mercato italiano dei mini-bond è stato favorito in maniera determinante da una serie di provvedimenti legislativi, partiti dal 2012 con i Decreti 'Sviluppo' (D.L. 83/2012 convertito con la legge 134/2012) e 'Sviluppo-Bis' (D.L. 179/2012 convertito nella legge), e proseguiti nel 2013 con il decreto Destinazione Italia (D.L. 145/2013 convertito nella legge e nel 2014 con il decreto Competitività (D.L. 91/2014 convertito nella legge).

I decreti "Sviluppo" e "Sviluppo-Bis" hanno introdotto, con l'obiettivo di avvicinare la normativa italiana a quelle europee che vedono il mercato dei titoli mobiliari come alternativa di finanziamento praticabile anche per le PMI non quotate, diverse novità nell'ordinamento civile e fiscale. Le finalità di questi decreti sono state essenzialmente quelle di ampliare gli strumenti a disposizione delle imprese, ridisegnando la disciplina sulle cambiali finanziarie e sulle obbligazioni di medio-lungo termine.

Sul versante civilistico, secondo 'art. 2412, comma I del codice civile, l'emittente "può emettere obbligazioni al portatore o nominative per una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale limite "può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono sottoscritte da investitori professionali". L'art. 32 – comma 23 del Decreto Sviluppo, ha esteso la disapplicazione del suddetto limite – inizialmente previsto per le società di grandi dimensioni – a tutte le società non quotate, diverse dalle banche e dalle micro-imprese, che "emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di

negoziazione. Difatti, il suddetto intervento normativo ha permesso, alle società per azioni e alle società a responsabilità limitata (purché previsti da rispettivi statuti aziendali), di emettere titoli di debito destinati ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale per un ammontare sufficiente a finanziare progetti di sviluppo e crescita.

Sul versante fiscale, i due decreti in esame ('Sviluppo' e 'Sviluppo-Bis') hanno comportato le seguenti innovazioni:

- a) estensione a società non quotate della deducibilità degli interessi passivi, per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione e sottoscritti da investitori qualificati che non detengano più del 2% del capitale azionario;
- b) deducibilità dei costi di emissione per le società non quotate;
- c) esenzione della ritenuta alla fonte sui proventi per titoli quotati su sistemi multilaterali di negoziazione di Stati membri dell'UE o Paesi in "White List"

Con il D.L. 154/2013 "Destinazione Italia" (convertito dalla Legge 9/2014) sono state poste in essere ulteriori innovazioni al quadro normativo previgente, quali : a) semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori; b) obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di mini-bond ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative; c) possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI; d) estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli.

Infine, con il Decreto Competitività – DL 91/2014 (convertito dalla Legge 116/2014), in relazione al finanziamento creditizio, viene stabilito che le compagnie assicurative e le società di cartolarizzazione possano concedere credito diretto alle imprese, In secondo luogo, viene inoltre eliminata la ritenuta di acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e compagnie d'assicurazione esteri, al fine di incentivare l'arrivo di capitali stranieri per la crescita. In altri termini, da quest'ultimo intervento legislativo sono derivate: a) l'eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri; b) l'eliminazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali, purché collocati da investitori istituzionali; c) 'estensione dell'imposta sostitutiva a cessioni di crediti garantiti

Successivamente, all'emanazione delle leggi di conversione dei suddetti decreti, sono stati emanati una serie di regolamenti attuativi e documenti operativi, tra i quali rilevano le disposizioni del Ministero per lo Sviluppo Economico relative all'operatività del Fondo Centrale di Garanzia sui mini-bond, divenute operative a novembre 2014.

In definitiva, attraverso gli interventi normativi e regolarmente suddetti, il legislatore ha inteso definire – mediante innovazioni civilistiche e fiscali – un quadro normativo favorevole sia all'emissione diretta di titoli obbligazionari da parte delle imprese, sia alla riduzione del costo del capitale (facilitando eventuali garanzie accessorie offerte agli investitori o clausole partecipative opzionali per aumentare il rendimento atteso), sia alle operazioni di cartolarizzazione atte a

‘impacchettare’ piccole emissioni per renderle più attraenti agli occhi degli investitori e diversificare il rischio di insolvenza.

1.6.2 Gli emittenti e i costi di collocamento

Secondo gli ultimi dati diffusi dall’Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano (4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018), nel corso del 2017 risultavano aver collocato mini-bond sul mercato italiano 137 imprese (di cui 103 nuovi emittenti), per un numero complessivo di 170 emissioni, rispetto alle 90 emittenti del 2016. In relazione alle dimensioni delle emittenti, si rilevano 77 di PMI (pari al 56,2%) e 60 non-PMI (pari al 43,8%). Con riferimento alla forma giuridica delle emittenti, si rilevano 108 società per azioni (78,8% del totale), 26 società a responsabilità limitata (19%) e 3 società cooperative (2,20% del totale).

Nel periodo 2012-2017, le imprese emittenti, analizzate dal suddetto Osservatorio, che hanno collocato mini-bond formano un campione di 326 società, di cui 162 PMI (49,7%). Con riferimento alla forma giuridica delle emittenti del periodo 2012-2017, si rileva che l’83,1% sono SpA, il 14,7% sono Srl, l’1,5% sono società cooperative e lo 0,6% sono veicoli di stabili organizzazioni in Italia.

In relazione alla dimensione dell’impresa, misurata dal fatturato consolidato nell’ultimo bilancio disponibile prima dell’emissione, si osserva che la classe più numerosa è quella fra € 100 e € 500 milioni (con 73 osservazioni, pari al 22% del totale) seguita dal gruppo fra € 25 e € 50 milioni (60 casi, pari al 18%) e ben 76 mostravano un fatturato inferiore a 10 milioni, di cui ben 27 con ricavi inferiori a 2 milioni.

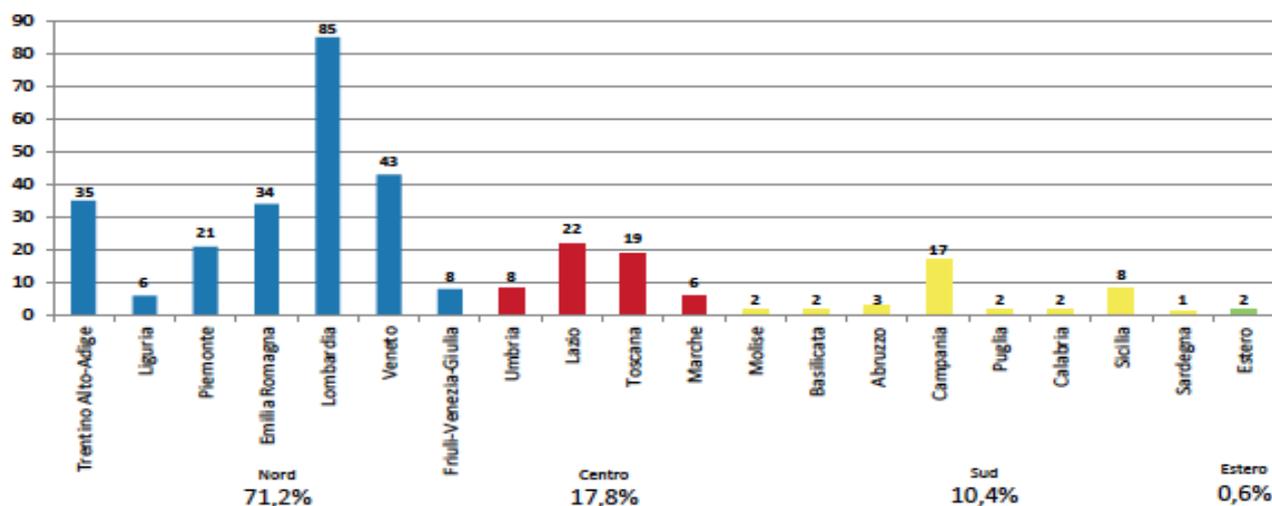
Tra il 2016 e il 2017, si rileva una tendenza all’aumento del valore medio del fatturato degli emittenti. Difatti, il gruppo di emittenti con fatturato compreso fra € 100 milioni e € 500 milioni è raddoppiato, mentre si riduce il peso del gruppo di emittenti con fatturato compreso tra € 25 milioni e € 50 milioni.

In relazione alle 326 imprese emittenti (2012-2017), classificate in relazione alla dimensione dell’emissione, si rilevano 278 imprese che hanno emesso mini-bond per un valore al di sotto dei 50 milioni. In relazione al settore di appartenenza delle emittenti, su base del codice di attività ATECO, si rileva la prevalenza di quelle manifatturiere (144 imprese pari al 44,2% del campione), seguite da quelle dei servizi di informazione e comunicazione (24 imprese pari al 7,4%) e da quelle del commercio all’ingrosso e al dettaglio (22 emissioni pari al 6,7%).

Incrociando la categoria dimensionale delle imprese e il settore d’attività si osserva la concentrazione delle grandi imprese nel settore manifatturiero. Le PMI, invece, risultano più diversificate in relazione ai settori, con una maggiore concentrazione nel settore della fornitura di energia.

In relazione alla localizzazione geografica, con riferimento al periodo 2012- 2017, si conferma la presenza maggioritaria degli emittenti posti nelle regioni del Nord. Nel complesso, il 71,2% delle imprese emittenti era localizzata a Nord degli Appennini con una leadership della Lombardia, con 85 società emittenti pari al 26,2% del campione, seguita dal Veneto, dal Trentino Alto-Adige e dall’Emilia Romagna. Nelle regioni del Centro primeggia il Lazio con 22 imprese, mentre a Sud si evidenzia il primato della Campania con 17 emittenti mentre in Abruzzo, Basilicata, Calabria, Molise e Puglia si rilevano solo due emittenti per ciascuna regione.

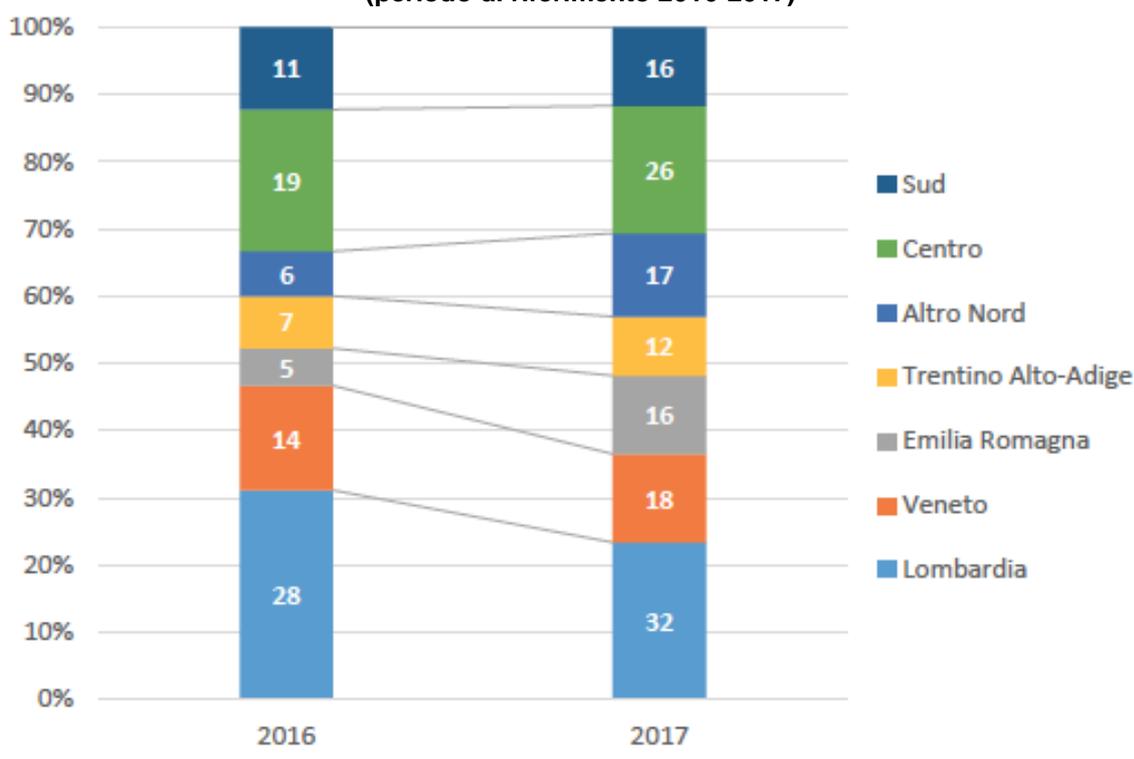
**Figura 6. Segmentazione delle 326 emittenti per localizzazione regionale
(periodo di riferimento 2002-2017)**



Fonte: Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano (4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018).

Con riferimento all'anno 2017, si rilevano 97 emittenti al Nord, 26 al Centro (rispetto alle 19 del 2016) e 16 al Sud (a fronte delle 11 del 2016). Con riferimento alle regioni del Nord - seppur in calo rispetto al 2016 - si osserva la leadership della Lombardia con 32 emittenti, seguito dal Veneto ove si rilevano 18 emittenti (a fronte delle 14 del 2016) e dall'Emilia Romagna che passa da 5 emittenti nel 2016 a ben 16 nel 2017.

Figura 7. Segmentazione delle emittenti per macro-area geografica (periodo di riferimento 2016-2017)



Fonte: Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano (4° Report italiano sui Mini-Bond, febbraio 2018).

Infine, si rileva che, specie in presenza di una persistente situazione di tassi di interesse sui prestiti bancari praticamente ai minimi storici e di una lieve ripresa dei volumi del mercato del credito bancario, diviene di fondamentale importanza - nell'ambito della valutazione di fattibilità dell'operazione - la determinazione dei costi di collocamento di un mini-bond. In termini generali, i costi variano in relazione alle caratteristiche dell'impresa, alla dimensione e alla complessità dell'operazione, alle dinamiche di collocamento legato ai canali di sottoscrizione. In termini meramente descrittivi e non esaustivi si riportano, di seguito, le voci di costo di maggior rilievo nell'ipotesi di collocamento di mini-bond presso investitori istituzionali: a) consulenza legale per la redazione e/o la verifica della documenti; b) sottoscrizione (eventuale) di atti notarili per eventuali modifiche statutarie; c) registrazione dei contratti; d) certificazione del bilancio; e) consulenza (eventuale) di un *advisor* finanziario all'emissione; f) la nomina (eventuale) di un *arranger* per l'individuazione degli investitori che sottoscriveranno i mini-bond; g) emissione (eventuale) del rating; h) voci di costo (eventuali) in caso di quotazione del mini-bond su un listino di borsa.

1.6.3 Le motivazioni del collocamento e l'analisi della marginalità operativa degli emittenti in sede di emissione

Sempre dall'ultimo report del Politecnico di Milano, si evincono le motivazioni sottostanti all'emissione di mini-bond relative nel periodo 2012-2017. Da tale profilo di analisi, basato sull'analisi dei regolamenti dei prestiti emessi e degli articoli di stampa specializzati, si enucleano quattro motivazioni sottostanti all'emissione dei prestiti obbligazionari, ovvero: 1) finanziamento

per finalità di crescita interna (62,9%); 2) ristrutturazione del passivo (20,9%); 3) finanziamento per crescita esterna (11%); 4) finanziamento del ciclo di cassa operativo dell'impresa. Con riferimento alla suddivisione del campione, fra PMI e grandi imprese, si osserva che le motivazioni di crescita interna caratterizzano le emissioni delle PMI (68,5%), a fronte del 56,8% relativo alle emissioni delle grandi imprese. Per le grandi imprese, invece, la motivazione più ricorrente attiene alla ristrutturazione del debito. Infine, con riferimento le motivazioni sottostanti a processi di crescita esterna, non si registrano sostanziali differenze tra le PMI (9,1%) e le grandi imprese (12,4%).

Con riferimento ad un campione di 154 emittenti – PMI non finanziarie, l'analisi dei bilanci consolidati mostra situazioni abbastanza diversificate rispetto alla marginalità operativa all'emissione:

- 9 imprese, con bilancio non disponibile prima dell'emissione, in quanto neo-costituite a seguito di riorganizzazioni aziendali;

- 17 imprese, pari all'11% del campione – mostravano già un anno prima dell'emissione un margine operativo lordo negativo;

- 13 imprese, pari all'8,5% del campione – mostravano un rapporto tra oneri finanziari e margine operativo lordo superiore al 50% già prima dell'emissione, destinato a peggiorare già dopo l'emissione;

- 13 imprese, pari all'8,5% del campione – mostravano un rapporto tra oneri finanziari e margine operativo lordo inferiore al 50% già prima dell'emissione;

- 102 imprese, pari al 66% - mostravano un rapporto tra oneri finanziari e margine operativo lordo inferiore al 50, sia prima sia dopo il collocamento di mini-bond

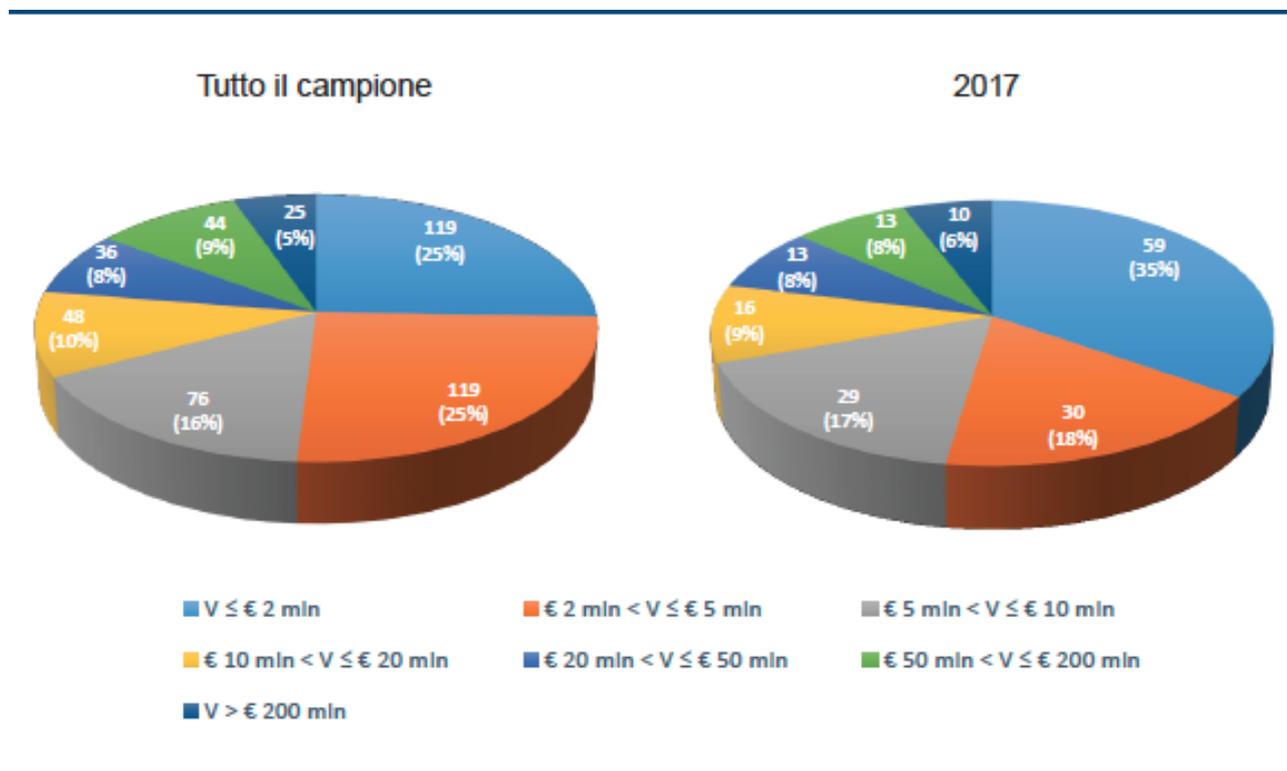
1.6.4 Le emissioni (dimensione, scadenza, modalità di rimborso e di remunerazione, rating)

Con riferimento alle 170 emissioni collocate nel 2017, 147 risultano sotto 50 milioni. Tale andamento conferma l'andamento crescente del mercato dei mini-bond, ove nel corso del 2017 a fronte di 110 emissioni complessive, 94 erano sotto i 50 milioni. Il valore nominale complessivo dei mini-bond emessi dal 2012-2017 è pari a poco più di 16,92 miliardi, con un apporto delle emissioni del 2017 pari a 5,532 miliardi a fronte di quello del 2016 pari a 3,47 miliardi circa. Con riferimento alle emissioni effettuate dalle PMI, si evidenzia un valore complessivo (2012-2017) pari a 2,923 miliardi, con un apporto di 1,433 miliardi delle emissioni del 2017. Per quanto attiene le emissioni effettuate da grandi e PMI, inferiori o uguali a 50 milioni, si registra un capitale collocato pari a 3,195 miliardi, di cui 1,113 miliardi solo nel 2017. Le emissioni aventi importo maggiore a 50 milioni sono 69, pari al 15% circa, mentre le emissioni aventi importo minore o uguale alla suddetta soglia sono 398 e rappresentano poco più dell'85% del campione.

Con riferimento al valore medio delle emissioni del 2017 (45 milioni nel I semestre e 27 milioni nel II semestre) si osserva una sostanziale conferma dei valori registrati nel 2016 (43 milioni nel I semestre e 23 milioni nel II semestre). Osservando la distribuzione delle singole emissioni si evince che, in particolare, il 51 % delle osservazioni mostra un controvalore sino ai 5 milioni - di cui, la metà

con un controvalore inferiore a 2 milioni e l'altra metà tra 2 e 5 milioni e 16% circa con un controvalore fra 5 e 10 milioni

Figura 8. Distribuzione del controvalore delle singole emissioni sia del campione del 2017 sia del campione complessivo 2012-2017.

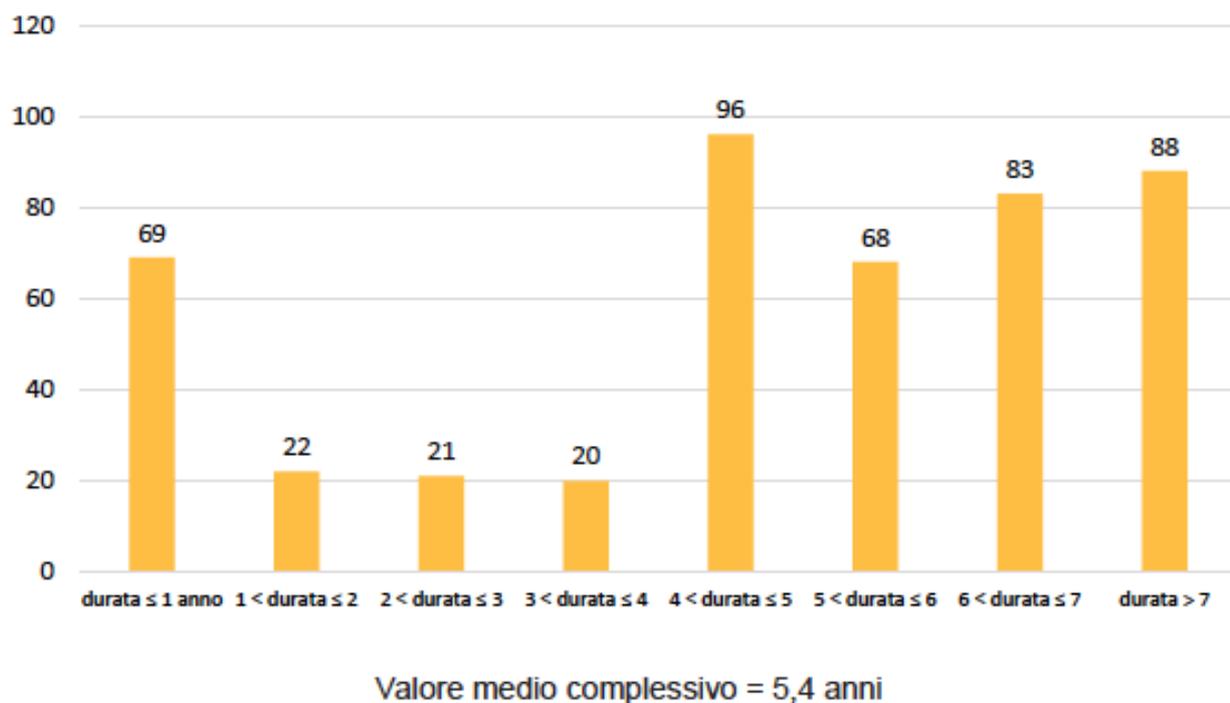


Fonte: Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano (Report italiano sui Mini-Bond, anni vari).

Con riferimento alla scadenza dei mini-bond esaminati dall'Osservatorio del Politecnico di Milano, si rileva un valore medio di 5,4 anni. Complessivamente si rileva una discreta dispersione in termini di scadenze. Nello specifico, si rileva che 96 emissioni, pari a circa il 20,5% del campione, prevedono una scadenza tra 4 e 5 anni e agli estremi; 69 emissioni hanno una durata inferiore a 1 anno e 88 superiore a 7 anni.

In relazioni alle dimensioni delle imprese emittenti, si rileva che le grandi imprese (scadenza media pari a 5,8 anni) preferiscono emissioni superiori ai 4 anni, a fronte della preferenza per le *maturity* più brevi da parte delle PMI (scadenza media pari a 5,1 anni).

Figura 9. Distribuzione complessiva della scadenza dei titoli emessi dal 2012 al 2017



Fonte: Osservatorio Mini-Bond del Politecnico di Milano (Report italiano sui Mini-Bond, anni vari).

Con riferimento alle modalità di rimborso, una lieve maggioranza dei titoli nel campione complessivo (il 51,2%) prevede il rimborso del titolo alla scadenza (*bullet*), soprattutto per le emissioni più grandi e per le imprese già quotate in Borsa. Nelle emissioni a lunga scadenza e in quelle sotto € 50 milioni è relativamente più frequente la modalità *amortizing*, con un rimborso graduale fino alla scadenza. Infine, analizzando i titoli in scadenza nei prossimi 4 anni, si rilevano flussi di capitale pari a circa 2,4 miliardi per ciascun anno.

Per quanto attiene la remunerazione degli interessi, si rileva che in quasi tutti i casi è fissa mentre in 58 casi è variabile. Il valore medio della cedola fissa per l'intero campione è pari a 5,15%, quello mediano è il 5,00%. In linea con l'andamento dei tassi di interesse sul mercato, si riscontra per il terzo anno consecutivo nel 2017 una contrazione del *coupon* (la media è 4,74% rispetto a 4,94 del 2016).

Associato al tema della remunerazione è quello legato all'emissione del rating, che rileva in quanto indicatore del grado di rischio di insolvenza dell'emittente ed è emesso da una società autorizzata dagli organismi di vigilanza. In relazione ai mini-bond, tuttavia, l'emissione del rating non è obbligatoria. In primo luogo, si rileva che il giudizio di rating può essere comunicato pubblicamente (*disclosed*), solitamente nel caso è richiesto dall'emittente stessa (*solicited*) oppure può essere mantenuto riservato (*undisclosed*), allorquando è richiesto dagli investitori.

In relazione al campione di 467 emissioni di mini-bond (2012-2017), si rileva la non emissione di rating nel 65,8% dei casi. Nei casi rimanenti si rileva che per 57 emissioni, pari al 12,2% dei casi, le emissioni sono state associate ad un *rating "investment grade"* ; per 43 emissioni, pari al 9,2% dei casi, le emissioni sono state associate ad un *rating "speculative grade"* mentre nel 12,8% dei casi, pari a 60 operazioni, le emissioni sono associate ad un rating *undisclosed* o *unsolicited*. Rispetto alle sole emissioni del 2017, si rileva che il 78% dei collocamenti non prevedeva la richiesta di rating (rispetto al dato delle emissioni 2012-2017 pari al 65,8%) mentre le emissioni associate ad un rating *"investment grade"* e *"speculative grade"* si attestavano a valori pari, rispettivamente, all'11% (19 emissioni) e al 7% (12 emissioni).

CAPITOLO 2. IDENTIFICAZIONE DELLA DOMANDA POTENZIALE E STRUMENTI FINANZIARI

2.1 Analisi dei fallimenti di mercato

Ai sensi dell'articolo 37 del Regolamento UE 1303/2013, l'adozione di SF attraverso contributi dei fondi strutturali mira a supportare tipologie di investimenti caratterizzate da difficoltà di reperimento delle risorse finanziarie necessarie. Questa condizione può dipendere sia da una scarsa disponibilità di fondi sia da un alto costo associato al finanziamento a cui gli strumenti finanziari possono far fronte fornendo liquidità e requisiti collaterali. Per accedere ai fondi necessari all'implementazione dello SF, il punto (2) (a) dell'articolo 37 richiede l'analisi preliminare dei fallimenti di mercato, dell'esistenza di una condizione di sub-ottimalità degli investimenti e della quantificazione del fabbisogno finanziario necessario al conseguimento degli obiettivi programmatici.

Uno degli elementi chiave per la analisi e valutazione quantitativa degli SF risiede quindi nell'analisi e nella quantificazione dei fallimenti di mercato. Come delineato dalla Metodologia BEI, un fallimento di mercato è definito come l'insieme di imperfezioni o aspetti non funzionanti del mercato che generano un'allocatione inefficiente delle risorse e conseguentemente, una sottoproduzione o sovrapproduzione di determinati beni e/o servizi. In generale, i fallimenti di mercato sono la causa per cui l'incontro tra domanda e offerta non si verifica.

In merito agli SF analizzati, si fa particolare riferimento al c.d. *financing gap*, ovvero una situazione in cui le imprese non ottengono le risorse necessarie per la loro attività a causa di imperfezioni di mercato. In particolare, negli ultimi anni, anche a seguito della crisi economico-finanziaria e della trasformazione degli scenari globali, le problematiche legate al mercato del credito bancario si sono acuite sollecitando tutte le piccole e medie imprese a cercare fonti di finanziamento alternativo. Le principali (oggetto di analisi nel presente *report*) risultano essere l'investimento in capitale di rischio (soprattutto per le imprese *start-up*) e l'accesso al mercato obbligazionario (nella forma dei cd. *minibond*).

È opportuno sottolineare che, nel caso dello SF *Fondi Equity*, verrà fatto riferimento esclusivamente all'*equity gap*, il quale rappresenta un "di cui" del *financing gap*, che include ogni tipologia di disequilibrio finanziario causato dai fallimenti di mercato. Nel caso dello SF Fondo *Bond Puglia*, invece, il riferimento sarà al *financing gap*.

In linea generale, in coerenza con la metodologia BEI e con le *best practice* europee, al fine di stimare il *financing gap*, è opportuno tenere in considerazione la domanda potenziale per singolo SF, che si compone di:

- **domanda soddisfatta**, intesa come la domanda di risorse che i richiedenti riescono ad ottenere;
- **domanda insoddisfatta**, intesa come quella domanda che, seppur espressa dai richiedenti, non riesce ad ottenere i finanziamenti richiesti o li ottiene solo parzialmente;
- **domanda inespressa**, intesa come quella domanda che, a causa del clima di incertezza o di altri fattori specifici e congiunturali, non è espressa e formalizzata da parte dei potenziali richiedenti.

Per capire se sia effettivamente presente un fallimento di mercato, risulta, però, opportuno analizzare le cause alla base del *financing gap*. Un fallimento di mercato sussiste quando la domanda potenziale non risulta pienamente soddisfatta a causa di malfunzionamenti e imperfezioni del mercato. A titolo esemplificativo, un fallimento di mercato può sussistere a causa di:

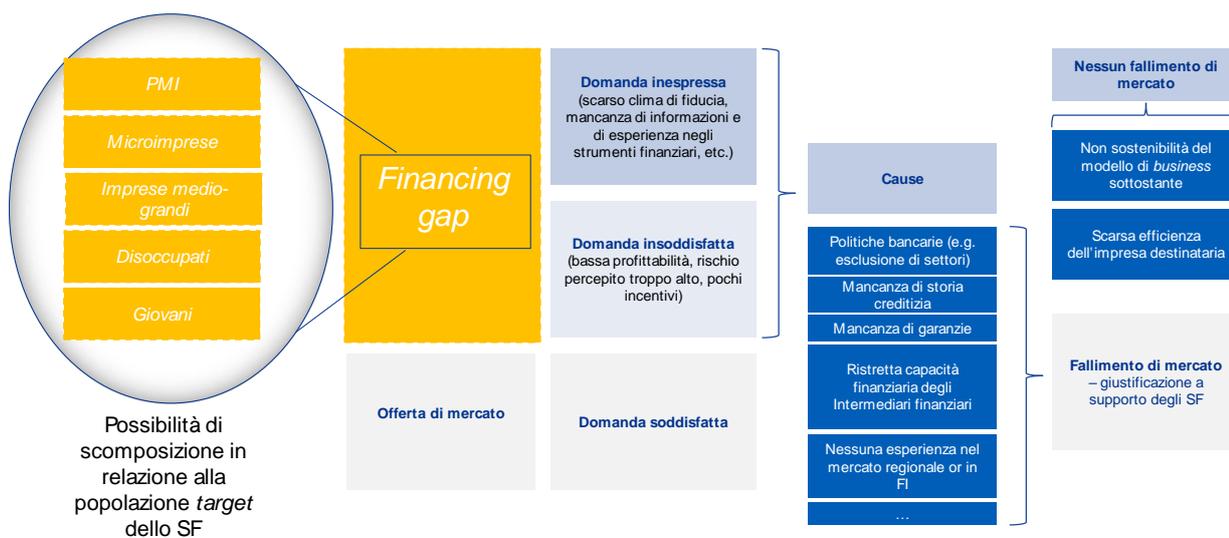
- mancanza di storia creditizia da parte dei prenditori che non permette una facile e rapida valutazione dell’investimento da parte dei potenziali investitori;
- mancanza di garanzie e *collateral* da utilizzare da parte dei prenditori;
- ristretta capacità finanziaria degli intermediari finanziari anche a causa delle tensioni di liquidità e della crisi finanziaria;
- scarsa conoscenza del mercato locale e conseguente incapacità di valutare l’investimento da parte degli investitori.

Non è configurabile come fallimento di mercato il caso in cui i richiedenti presentino un elevato rischio di *default* e di conseguenza la loro domanda non risulti essere soddisfatta a causa dei meccanismi di selezione automatici attuati dal mercato. Più nel dettaglio, il caso in cui i richiedenti non riescano ad accedere al credito a causa dell’effettiva scarsa sostenibilità economica e/o finanziaria dei progetti e degli investimenti presentati, ovvero il caso in cui non siano in grado di soddisfare i requisiti minimi per accedere al finanziamento non costituisce fallimento di mercato. Per esempio, la scarsa sostenibilità economico e/o finanziaria del *business* aziendale non è configurabile come fallimento di mercato.

In conclusione, l’obiettivo dell’analisi dei fallimenti di mercato è lo studio della presenza di un fallimento di mercato per la popolazione *target* di ciascun SF e la stima del conseguente *financing gap*.

La seguente figura illustra sinteticamente la composizione del *financing gap* e le possibili cause alla sua base.

Figura 10 *Financing gap*



Per individuare il fallimento di mercato e quantificare il *financing gap* attraverso la valorizzazione delle specifiche evidenze di mercato e l'effettiva conoscenza degli operatori locali, è stata realizzata una consultazione pubblica (ai sensi di quanto previsto dal Reg. (UE) 1303/2013) che ha permesso di individuare le cause del *financing gap* e calcolarne la dimensione.

2.2 Analisi degli strumenti finanziari

Una volta verificata l'eventuale esistenza dei fallimenti del mercato, è possibile strutturare ed implementare SF volti a facilitare il superamento delle cause che determinano i suddetti fallimenti, o comunque a limitare il *financing gap* (o, nel caso dello SF Fondo *Equity*, l'*equity gap*).

La scelta di utilizzare uno SF deve essere pertanto supportata dall'identificazione dei maggiori benefici apportati dallo SF rispetto ad altre forme di supporto che potrebbero essere implementate e dall'identificazione di come e in che misura lo SF riesca a colmare il fallimento di mercato sia in termini quantitativi che qualitativi.

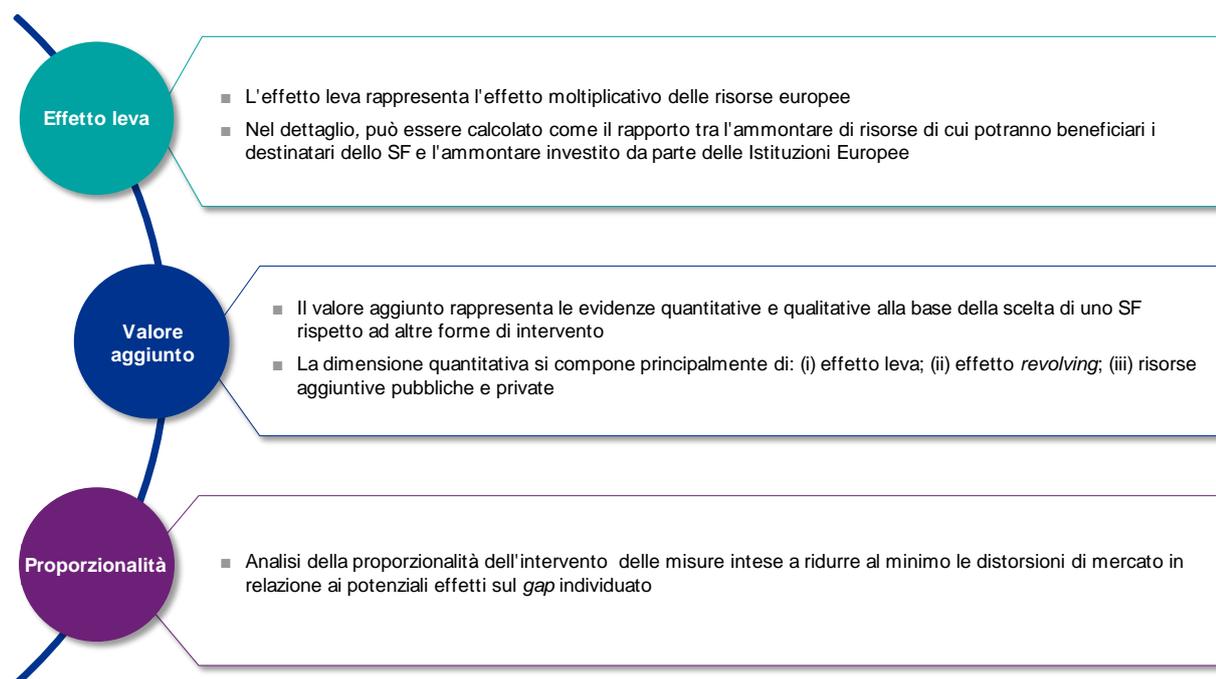
Quindi, in coerenza con la metodologia BEI, la valutazione quantitativa del valore aggiunto per ciascun SF in esame viene svolta calcolando:

- **effetto leva**, ovvero l'effetto moltiplicativo delle risorse europee. Specificamente, coerentemente con la definizione della Metodologia BEI, l'effetto leva 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. Nella Metodologia BEI anche il co-finanziamento nazionale e regionale del POR, oltre ad altri contributi, quali co-finanziamenti bancari o di altri operatori privati o pubblici vengono considerate come risorse addizionali. Al contrario, la Metodologia BEI considera solo il primo ciclo di investimento (ovvero senza c.d. "effetto *revolving*") nella quantificazione dell'effetto leva. Inoltre, il calcolo dell'effetto leva non deve tener conto di eventuali contributi da parte dei beneficiari finali. In linea generale, il valore aggiunto è maggiore se l'effetto leva è maggiore, in quanto grazie al contributo del POR è possibile attrarre maggiori risorse aggiuntive;
- **effetto *revolving***, ovvero il beneficio derivante dalla possibilità di reimpiegare le risorse derivanti dai rimborsi dei destinatari (o dal disimpegno delle controgaranzie fornite) a favore di altri destinatari. Il valore aggiunto è maggiore se l'effetto *revolving* è maggiore, poiché un maggior numero di destinatari potrà beneficiare di un maggior numero di agevolazioni grazie al reimpiego dei rimborsi;
- **risorse private e pubbliche aggiuntive**, ovvero la stima delle risorse pubbliche e private aggiuntive che lo SF ha la possibilità di raccogliere, fino al livello del destinatario finale (effetto moltiplicatore previsto). Le risorse pubbliche e private aggiuntive rappresentano uno dei principali benefici dello SF poiché costituisce la possibilità di attrarre risorse aggiuntive per il finanziamento degli Interventi *Target*, permettendo di incrementare gli investimenti e, per tale via, di ottenere un potenziale maggior impatto finanziario rispetto ad uno strumento a fondo perduto.

Nel caso degli SF in esame, non è ipotizzato nessun effetto *revolving* in quanto, nel caso dello SF Fondi *Equity* non sono previsti rimborsi finanziari antecedenti alla fase di *exit* nel capitale delle imprese *target*, mentre nello SF Fondo *Bond* Puglia i flussi di cassa ricevuti costituiti dai *coupon* dei *bond* sottoscritti serviranno per remunerare le *note* emesse dal Fondo per la fase di cartolarizzazione.

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 *financing gap* individuato. La figura seguente sintetizza i principali elementi della valutazione quantitativa degli SF..

Figura 11: Elementi principali della valutazione quantitativa per SF



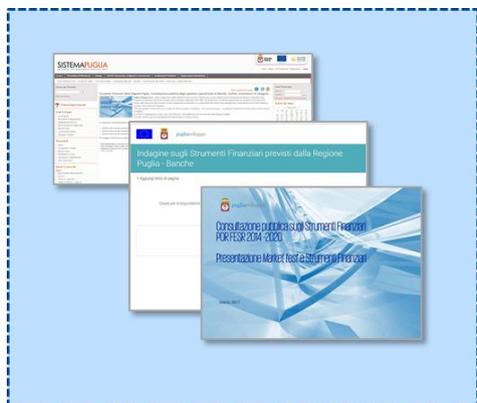
2.3 Consultazione pubblica

Al fine di supportare la Regione Puglia nell'analisi dei fallimenti di mercato e nella strutturazione degli SF, Puglia Sviluppo ha condotto una consultazione pubblica (cd. "*Market Testing*") relativa agli SF Fondi *equity* e Fondo *Bond* Puglia.

La consultazione pubblica ha come obiettivo principale quello di verificare l'esistenza di un fallimento di mercato relativo all'accesso a determinate fonti di finanziamento per le imprese *target* dello SF. Mira inoltre a verificare che la strategia individuata e la conseguente architettura dei singoli SF siano efficaci per garantire i risultati in termini di mitigazione dei *gap* di mercato e di conseguenti benefici per i destinatari, prima di avviarne la realizzazione.

La consultazione pubblica, svolta nel pieno rispetto dei principi del Reg. (UE) n. 240/2014, è avvenuta tramite la pubblicazione di un questionario su una piattaforma *online* dedicata (“SurveyMonkey”).

Figura 12: Procedura di consultazione pubblica



Il *link* di accesso al questionario è stato inviato tramite *e-mail* a tutti gli *stakeholder* individuati da Puglia Sviluppo. La consultazione è stata inoltre supportata dalla condivisione, con tutti i soggetti interessati, di un documento informativo di base, volto ad introdurre gli SF oggetto di analisi ed a spiegare l’obiettivo della consultazione.

Le domande previste nel questionario, formulate in formato sia aperto che chiuso, hanno consentito la raccolta sistematica di osservazioni, informazioni e pareri dei principali operatori locali al fine di coglierne le principali

difficoltà ed esigenze. Nello specifico, ciascun questionario è stato suddiviso nelle seguenti sezioni:

- “*anagrafica*”, volta ad identificare esclusivamente le competenze sugli SF dei rispondenti, garantendo la forma anonima;
- “*il mercato*”, volta ad individuare e quantificare l’esistenza di un fallimento di mercato relativo all’accesso al mercato del capitale di rischio ed a fonti di finanziamento alternative al credito bancario in Puglia;
- sezioni dedicate al singolo SF, quali:

“*finalità dello SF*”, volta a valutare e confermare che la strategia individuata per i singoli SF siano efficaci per garantire i risultati in termini di mitigazione dei *gap* di mercato e i conseguenti benefici per i destinatari;

☐ “*funzionamento dello SF*”, volta ad analizzare la rispondenza delle caratteristiche operative dello SF alle specifiche esigenze degli operatori di mercato;

☐ “*suggerimenti e altre riflessioni*”, finalizzata a consentire ai rispondenti di esprimere ulteriori suggerimenti e riflessioni.

Per ottenere una *overview* complessiva del mercato, sono state consultate diverse tipologie di *stakeholder*, in modo tale da rispecchiare l’eterogeneità dei soggetti che compongono il tessuto socio-economico della regione (e.g. investitori istituzionali, associazioni di categoria).

La procedura di consultazione pubblica, avviata in data 31/07/2018 e conclusa in data 07/09/2018, ha consentito la ricezione di 29 questionari completi (di cui 17 per lo SF *Fondi Equity* e 12 per lo SF *Fondo Bond Puglia*)³.

³ Nel documento sono riportati i risultati così come raccolti al giorno 07/09/2018. Con “numero di rispondenti” si intende il numero effettivo di partecipanti al questionario e non chi ha esclusivamente effettuato l’accesso sulla piattaforma. Pertanto, tutti i questionari che non sono stati completati.

CAPITOLO 3. ANALISI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI ADOTTATI NELLA PROGRAMMAZIONE 2007/2013

3.1 L'offerta di strumenti di ingegneria finanziaria, nella forma dell'Equity e dei Minibond, nella programmazione 2007-2013 dei Fondi strutturali

Nell'ambito P.O. FESR Puglia 2007/2013, non sono state attuate, da parte della Regione, misure volte a favorire l'accesso al mercato dei capitali delle PMI regionali.

Pertanto, al fine di elaborare, ai sensi dell'art. 37, paragrafo 2, lettera d), una valutazione delle lezioni tratte dall'impiego di strumenti analoghi e dalle valutazioni ex ante effettuate in passato, in questo capitolo saranno rappresentati strumenti di ingegneria finanziaria analoghi attuati sia dalla medesima Regione Puglia che da altre Regioni italiane e da altri Stati membri.

In particolare, con riferimento a strumenti di ingegneria finanziaria nella forma del capitale di rischio, sarà rappresentato lo strumento attuato dalla Regione Basilicata e dallo Stato Membro della Bulgaria, mentre, per ciò che concerne lo strumento nella forma di prestiti obbligazionari (minibond), saranno rappresentate le lezioni apprese dal Fondo Finanziamento del rischio, in quanto prevede una tipologia di intervento della Regione simile a quella prevista per il Fondo Minibond.

3.1.1 Fondo regionale di Venture Capital della Regione Basilicata

3.1.1.1 Struttura del Fondo

La Regione Basilicata con DGR n. 1626/2011 e DGR 507/2014 ha istituito il Fondo di Venture Capital con la finalità di favorire la nascita e lo sviluppo delle PMI localizzate o che intendono localizzarsi in Basilicata attraverso l'investimento diretto del Fondo e il co-investimento, in partnership, con altri investitori (altri fondi, generalisti o specializzati, *Business Angels*, investitori privati, soci della stessa impresa) mediante operazioni finanziarie, dirette a finanziare le prime fasi di sviluppo dell'iniziativa imprenditoriale (*Early Stage*) e programmi di sviluppo organizzativo, tecnologico, produttivo e commerciale (*Expansion*).

I Destinatari finali dello strumento sono state le PMI aventi i requisiti dimensionali previsti dal Decreto del Ministero delle Attività Produttive del 18/04/2005 che ha recepito la raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003 (2003/361/CE) ubicate (sede operativa), costituite alla data di presentazione della domanda nella forma di società di capitali, economicamente e finanziariamente sane, con idee imprenditoriali innovative e/o programmi di crescita.

Gli interventi hanno assunto la forma di:

- Partecipazione al Capitale di rischio
- Prestito partecipativo

Gli interventi sono stati realizzati dal Fondo Regionale di *venture capital* in collaborazione con coinvestitori privati.

Le assunzioni di partecipazioni da parte di Sviluppo Basilicata e dei coinvestitori esterni sono temporanee (max 7 anni) e minoritarie ovvero nella misura massima del 49% del capitale sociale delle imprese beneficiarie.

I prestiti partecipativi hanno avuto una durata massima di 7 anni, compresi 2 di preammortamento e la loro remunerazione (interessi) è collegata alla redditività dell'impresa.

Tali interventi hanno finanziato le seguenti fasi:

a) SEED CAPITAL

Intervento effettuato nella fase di sperimentazione di un prodotto/servizio. Non si conosce ancora la validità tecnica dell'idea innovativa. Imprese in fase pre – prototipale.

b) START UP CAPITAL

Investimento finalizzato all'avvio di un'attività imprenditoriale, quando non si conosce ancora la validità commerciale del prodotto/servizio, ma esiste già almeno un prototipo.

c) EXPANSION CAPITAL

Investimento in capitale di rischio effettuato nelle fasi di sviluppo dell'impresa, realizzato attraverso un aumento di capitale e finalizzato ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ...) un'attività già esistente e per fornire capitale circolante aggiuntivo.

Ciascun intervento è stato finanziato per i seguenti importi:

- operazioni Seed e Start Up Capital (*Early Stage*): max € 250.000,00;
- operazioni expansion: tra € 300.000,00 ed € 1.500.000,00.

L'intervento del fondo è stato limitato al 70% dell'operazione mentre il restante 30% è stato apportato da coinvestitori privati.

La dotazione finanziaria iniziale del Fondo è di **€ 8.000.000,00**.

Il rapporto di partecipazione è stato regolato da appositi patti parasociali che saranno stipulati tra il Soggetto Gestore del Fondo, i soci della PMI e il coinvestitore che hanno disciplinato i tempi e modalità di ingresso nella compagine sociale, obblighi a carico dei soci e della società, le modifiche statutarie, i vincoli alle modifiche della compagine sociale, il monitoraggio della partecipazione, la designazione di rappresentanti del Fondo/coinvestitore negli organi sociali e di controllo della impresa partecipata, la definizione delle modalità di disinvestimento e la determinazione del prezzo di smobilizzo della partecipazione.

Il prestito partecipativo è stato regolato da apposito contratto di finanziamento; la remunerazione annua del prestito partecipativo, a carico dei beneficiari dell'intervento, è costituita da una quota fissa e una variabile determinata in una % di un margine del conto economico aziendale.

3.1.1.2. Lezioni apprese

Il Fondo è intervenuto solo in presenza di uno o più **coinvestitori privati** (*altri fondi, Business Angels, investitori privati, soci della stessa impresa*) che hanno apportato un valore aggiunto rappresentato da:

- Know How specifico
- Esperienza relazioni

Per gli investimenti nel Capitale Sociale (*equity*) è stata prevista una ripartizione asimmetrica dei rischi e dei proventi:

- ✓ Premio aggiuntivo in caso di disinvestimenti (*exit*) molto proficui
- ✓ Perdite attenuate in caso di disinvestimenti (*exit*) negativi

Di seguito si riportano le ipotesi di disinvestimento relative alla exit strategy:

- cessione delle quote/azioni ai soci della società partecipata
- cessione delle quote/azioni ad altri Investitori Istituzionali
- cessione delle quote/azioni a soggetti terzi
- vendita attraverso un'offerta pubblica, compresa la quotazione della Società in mercati regolamentati (*IPO – Initial Public Offering*).

Nella tabella che segue si riportano le risultanze dell'attuazione dello strumento di ingegneria finanziaria in oggetto:

Tabella 14. Attuazione strumento

PROSPETTO PARTECIPATE								
Società	Data firma Accordo di investimento	Importo investimento				Sottoscrizioni e versamenti di Sviluppo Basilicata (nominale + sovrapprezzo)		
		Totale	Sviluppo Basilicata	Coinvestitori	soci esistenti	data	Versamento	Quota SB
TOTALE		€ 4.080.913,41	€ 2.740.913,41	€ 993.000,00	€ 347.000,00	Totale	€ 2.740.913,41	-

3.1.2 JEREMIE Acceleration and Seed instrument in Bulgaria

3.1.2.1 *Struttura del Fondo JEREMIE Acceleration and Seed*

Il Fondo di partecipazione JEREMIE della Bulgaria è stato cofinanziato dal Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR). La strategia di investimento del JEREMIE Bulgaria Holding Fund mira a soddisfare le esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese (PMI) bulgare in tutte le fasi del loro sviluppo commerciale, ossia debito e garanzie, nonché prodotti azionari e quasi equity in combinazione con supporto non finanziario.

Attraverso una combinazione di strumenti, il Fondo ha supportato oltre 180 start-up ed ha aiutato a sviluppare l'imprenditorialità durante la crisi finanziaria.

Lo strumento, del valore di 21,21 milioni di euro, ha dato avvio a servizi di accelerazione e investimenti di avviamento fino a 200 000 euro favorendo la creazione di oltre 600 posti di lavoro.

Il concetto innovativo dello strumento, basato su una combinazione di accelerazione e finanziamento dei semi, sul suo orientamento internazionale e sul suo approccio orientato al mercato, è il fattore di successo chiave.

Tuttavia, il successo dell'iniziativa è dimostrato anche dal suo grande impatto sulla scena imprenditoriale di Sofia. Nel novembre 2015, la rivista Forbes ha citato Sofia come una delle dieci migliori città del mondo per lanciare una start up. La raccomandazione della valutazione ex ante consiste nell'attuare un tipo analogo di strumento per le PMI nel periodo di programmazione 2014/2020.

Lo strumento finanziario prevede una duplice tipologia di intervento:

- Accelerazione: il finanziamento iniziale fino a un importo predefinito (200 000 EUR cumulativamente per società entro un periodo di tre anni, che rientrano nel campo di applicazione degli aiuti de minimis) sostiene gli imprenditori (PMI ammissibili) per ricerca, valutazione e sviluppo di un concetto iniziale.
- Seed: in questa fase lo strumento prevede: (a) seguire il finanziamento (fino all'importo massimo predefinito) per le PMI in caso di graduazione dalla fase di accelerazione; e (b) finanziamento a PMI che non hanno partecipato alla fase di accelerazione, a condizione che il concetto iniziale sia sviluppato.

3.1.2.2 *Lezioni apprese*

Il Fondo disponeva di una dotazione finanziaria di 21,21 milioni di euro: 21 milioni di risorse del PO (17,85 milioni di euro provenienti dal FESR e 3,15 milioni di euro da finanziamento pubblico nazionale) e 0,21 milioni di euro da risorse private

Lo strumento è stato attuato dal mese di agosto 2011 al mese di dicembre 2015.

I Partner coinvolti sono stati il Ministero dell'economia, Direzione generale "Fondi europei per la competitività" (Autorità di gestione), il Fondo europeo per gli investimenti (gestore di fondi di partecipazione) e n. 2 Gestori (Eleven and LAUNCHub), oltre a diversi investitori privati.

Il tasso di assorbimento delle risorse del P.O. è stato pari al100%.

Lo strumento ha beneficiato di un effetto leva del 1,2.

Di seguito si riportano i risultati principali:

- Investimento in 180 PMI;
- 600 posti di lavoro sostenuti;

- ulteriori 20 milioni di EUR di capitale privato raccolti da investitori privati (Business angel locali e stranieri, investitori strategici e fondi di venture capital regionali).

Oltre il 20% delle aziende supportate ha registrato una forte crescita dei ricavi, con alcune operazioni in espansione fuori dalla Bulgaria in altri paesi europei o negli Stati Uniti.

Lo strumento è stato attuato in maniera conforme alla disciplina del regime “de minimis”.

Lo strumento si è rivolto a imprenditori promettenti e start-up in una varietà di settori che necessitano consulenza e seed financing per le loro idee.

3.1.3 Fondo Tranched cover e Fondo Finanziamento del rischio

3.1.3.1 Struttura del Fondo Tranched cover

Gli interventi agevolativi della Regione Puglia si sono configurate anche come operazioni di copertura a fronte delle “prime perdite” di un portafoglio segmentato (*tranched*) di crediti.

All’uopo, l’Ente pubblico ha costituito un Fondo che ha operato tipicamente con una logica di “moltiplicatore”, rilasciando garanzie per un importo multiplo rispetto alle risorse disponibili.

Le strutture “*tranched*”⁴ sono trattate – ai fini prudenziali⁵ – alla stregua delle operazioni di cartolarizzazione, anche se non prevedono l’emissione di titoli o di attivi (come le cartolarizzazioni tradizionali) o cessioni del rischio di credito (come nelle cartolarizzazioni sintetiche), ma semplicemente la partecipazione del rischio, attraverso forme di protezione del credito (di tipo reale o personale), di una componente di rischio che sopporta le “prime perdite” del portafoglio stesso.

In particolare, la cartolarizzazione si definisce come un’operazione in cui il rischio di credito associato a un portafoglio di esposizioni è diviso in segmenti aventi le due seguenti caratteristiche:

- a) i pagamenti effettuati nell’ambito dell’operazione dipendono dalla *performance* del portafoglio di esposizioni;
- b) la subordinazione dei segmenti determina la distribuzione delle perdite nel corso della durata dell’operazione.

L’operazione di cartolarizzazione sintetica, poi, è definita come una “cartolarizzazione nella quale il trasferimento del rischio è realizzato mediante l’utilizzo di derivati su crediti o di garanzie personali e le esposizioni oggetto della cartolarizzazione restano esposizioni dell’ente cedente” per cui si ritenga “che vi sia protezione del credito di tipo reale o personale”. Pertanto, perché si possa identificare un’operazione “*tranched*”, ossia segmentata, condizione, necessaria e sufficiente, è che si possano individuare almeno due diversi profili di rischio, qualificabili - utilizzando il linguaggio tipico delle operazioni di cartolarizzazione - come *junior* e *senior*. Il rischio della *tranche junior* esposto alle “prime perdite” è coperto da una garanzia pignoratizia, costituita nella forma del *cash collateral*⁶; il rischio *senior* rimane, invece, in capo alla banca *originator* del portafoglio che sopporta le perdite registrate dal medesimo portafoglio dopo l’esaurimento della *tranche junior*. E’ possibile, peraltro, l’intervento di ulteriori garanzie a copertura di classi segmentate *mezzanine*⁷ aventi grado di subordinazione minore rispetto alla *tranche junior* e maggiore rispetto alla *tranche senior*. I benefici dell’operazione sono stati in sintesi:

⁴Cfr. D’Auria C. *Le operazioni di Tranched cover per l’efficiente allocazione delle risorse pubbliche a favore delle PMI - Il caso della Regione Puglia*, 07/2013 Newsletter Moderari s.r.l., nonché D’Auria C. *Nuove istruzioni operative del Fondo di Garanzia per le PMI e Focus sulle innovazioni introdotte in materia di garanzia di portafoglio*, 03/2014 Newsletter Moderari s.r.l.

⁵ Cfr. Regolamento (UE) n. 575/2013 (CRR) e Direttiva 2013/36/UE (CRD IV) del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013, che insieme costituiscono il c.d. “CRD IV package”, attuati in Italia con la Circolare della Banca d’Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 “Disposizioni di vigilanza per le banche”.

⁶ Il *cash collateral (junior e mezzanine)* indica il fondo monetario costituito in pegno in favore del soggetto erogante (*originator*), rispettivamente, a copertura di *tranches junior* e/o di *tranches mezzanine* del portafoglio finanziario.

⁷ La *tranche mezzanine* indica, in funzione della copertura del rischio per segmenti, la quota del portafoglio, garantita dal *mezzanine cash collateral*, avente grado di subordinazione minore rispetto alla *tranche junior* e maggiore rispetto alla *tranche senior*.

1. Per le piccole e medie imprese (PMI): aumento delle disponibilità di credito (Principio comunitario dell'Accesso aumentato al finanziamento); riduzione del costo del finanziamento quale effetto della traslazione sul *pricing* del minore assorbimento patrimoniale e della protezione del rischio con fondi pubblici; miglioramento della qualità del credito e dei profili di rischio delle PMI.

2. Per la banca *originator*: abbattimento dell'assorbimento patrimoniale ed efficientamento dei rischi assunti attraverso forme innovative di protezione del credito.

3. Per il territorio di riferimento: tendenza al superamento degli specifici fallimenti del mercato del capitale di rischio ed all'allineamento tra la domanda e l'offerta di capitale di rischio.

Le strutture "tranché" consentono di ridurre in maniera significativa i requisiti patrimoniali, purché sia verificata la condizione per cui sulla parte del portafoglio non coperta dalla garanzia (reale o personale) sulla prima perdita sia possibile avere o calcolare un *rating*. Ad ogni *rating* viene associato un coefficiente di ponderazione che consente alle banche di giovare dei benefici inerenti all'abbattimento dell'assorbimento patrimoniale.

Il Fondo Tranché cover è stato gestito dalla società in house Puglia Sviluppo S.p.A.

Sono stati emanati n. 2 avvisi:

- 1° Avviso Tranché cover (16 agosto 2012 – BURP n. 119)
- 2° Avviso Tranché cover (2 gennaio 2014 – BURP n. 1)

L'intervento di Puglia Sviluppo si è concretizzato mediante l'impiego delle risorse del Fondo Tranché Cover nella costituzione in pegno di un Cash collateral, depositato su un apposito conto corrente aperto presso l'Originator, a copertura delle "prime perdite" registrate sul portafoglio delle esposizioni creditizie erogate in favore di PMI, per un importo pari alla parte garantita dal Fondo medesimo della tranche junior (80%).

3.1.3.2 Struttura del Fondo FINANZIAMENTO DEL RISCHIO.

Al fine di sostenere l'accesso al credito, alla luce delle innovazioni nell'ambito della normativa comunitaria, nazionale e regionale, la Regione con DGR 1788 del 06/08/2014 ha introdotto una nuova misura di finanziamento del rischio nella forma del "Fondo Finanziamento del rischio in favore delle PMI", mediante uno strumento finanziario ai sensi degli articoli 37, 38, 40 e 41 del Regolamento UE n. 1303/2013.

La gestione del Fondo è stata affidata a Puglia Sviluppo S.p.A.

All'uopo, è stato emanato un avviso pubblico (21 agosto 2014 - BURP n. 113) denominato anche "3° Avviso Tranché cover".

L'intervento è stato attuato attraverso le seguenti modalità:

- a. Il conferimento di una dotazione finanziaria in favore dell'originator, per una quota pari al 30% ovvero al 20% del Portafoglio di esposizioni creditizie. Attraverso la dotazione finanziaria, Puglia Sviluppo partecipa al rischio di credito per una quota pari al 30%, in caso di partecipazione di confidi, ovvero al 20%, senza l'intervento di confidi, dell'importo nozionale di ciascun finanziamento erogato.

- b. La costituzione in pegno di un junior cash collateral, che sarà depositato presso l'originator; la suddetta garanzia opera a copertura delle prime perdite registrate sulla quota residua del 70% ovvero del 80% del portafoglio di esposizioni creditizie.

Puglia Sviluppo è intervenuta con una garanzia di tipo tranché cover a copertura delle prime perdite della classe junior del portafoglio, con esclusione della quota di rischio imputabile alla dotazione finanziaria (20% o 30% in caso di partecipazione dei confidi).

L'originator ha potuto, ove lo avesse previsto, usufruire di una tranché mezzanine con l'intervento di confidi sulla quota del portafoglio di esposizioni creditizie con esclusione delle quote di rischio imputabili alle dotazioni finanziarie (30%).

Di seguito si riportano le caratteristiche dei tre avvisi cd. Tranché cover, a valere sui Fondi "Tranché cover" e "Finanziamento del rischio":

Tabella n. 15. Attuazione avvisi tranché cover

VOCI	REGIONE PUGLIA		
	AVVISO 16 AGOSTO 2012	AVVISO 2 GENNAIO 2014	AVVISO 21 AGOSTO 2014
Disponibilità Fondo	€ 9.000.000,00	€ 15.800.000,00	€ 125.000.000,00
Prestito con condivisione del rischio		conferimento del prestito con condivisione del rischio (<i>risk sharing loan</i>)	conferimento del prestito con condivisione del rischio (<i>risk sharing loan</i>)
Tipologia della Garanzia	Intervento di Puglia Sviluppo a garanzia delle prime perdite del portafoglio creditizio - tranche junior (max 80%)	Intervento di Puglia Sviluppo a garanzia delle prime perdite del portafoglio creditizio - tranche junior (max 80%).	Intervento di Puglia Sviluppo a garanzia delle prime perdite del portafoglio creditizio - tranche junior (max 80%).
		Intervento (eventuale) dei Confidi a garanzia delle perdite registrate su tranches mezzanine (max 80%).	Intervento (eventuale) dei Confidi a garanzia delle perdite registrate su tranches mezzanine (max 80%).
Spessore delle tranches	Tranche junior: 10% del portafoglio creditizio.	Tranche junior: - 10% se non è previsto intervento del Confidi con sottoscrizione della mezzanine; - 7% se è previsto l'intervento del Confidi con sottoscrizione della mezzanine.	Tranche junior: - 10% se non è previsto intervento del Confidi con sottoscrizione della mezzanine; - 8% se è previsto l'intervento del Confidi con sottoscrizione della mezzanine.
		Tranche mezzanine (eventuale): 6% del portafoglio creditizio .	Tranche mezzanine (eventuale): 7% del portafoglio creditizio .
Ulteriori garanzie		Possibilità di acquisire ulteriori garanzie (reali e personali)	Possibilità di acquisire ulteriori garanzie (reali e personali)
Caratteristiche portafoglio creditizio	Importi singoli finanziamenti: da € 50.000,00 ad € 1.000.000,00	Importi singoli finanziamenti: da € 50.000,00 ad € 1.000.000,00, ad eccezione dei finanziamenti per il consolidamento passività a breve che non devono superare € 400.000,00.	Importi singoli finanziamenti: da € 50.000,00 ad € 1.000.000,00, ad eccezione dei finanziamenti per l'attivo circolante ed il consolidamento passività a breve che non devono superare € 400.000,00.
Finalità dei finanziamenti	a) Prestiti finalizzati agli investimenti di imprese innovative;	a) Prestiti finalizzati agli investimenti di imprese innovative;	a) Prestiti finalizzati agli investimenti di imprese innovative;
	b) Prestiti per la realizzazione di investimenti iniziali;	b) Prestiti per la realizzazione di investimenti iniziali;	b) Prestiti per la realizzazione di investimenti iniziali;
	c) Prestiti finalizzati all'attivo circolante salvo buon fine);	c) Prestiti finalizzati all'attivo circolante salvo buon fine);	c) Prestiti finalizzati all'attivo circolante salvo buon fine);
		d) Prestiti finalizzati all'effettuazione e/o al sostegno di processi di capitalizzazione aziendale;	d) Prestiti finalizzati all'effettuazione e/o al sostegno di processi di capitalizzazione aziendale;
		e) Prestiti finalizzati al riequilibrio finanziario.	e) Prestiti finalizzati al riequilibrio finanziario.

3.1.3.3 Struttura del Fondo FINANZIAMENTO DEL RISCHIO nella forma del RISK SHARING LOAN

Nell'ambito del nuovo Framework legislativo in materia di strumenti finanziari⁸, il Regolamento (UE) n. 964/2014 (Off the shelf) disciplina, tra gli strumenti finanziari standardizzati, il prestito con condivisione del rischio di portafoglio (risk sharing loan) che assume la forma di un fondo di credito costituito da un intermediario finanziario con un contributo del programma operativo e da un contributo dell'intermediario finanziario pari ad almeno il 25% del fondo di credito. Il fondo di credito finanzia un portafoglio di nuovi prestiti.

Il prestito con condivisione del rischio è definito come strumento adeguato a sostenere la crescita delle PMI in quanto, fornendo agli intermediari finanziari un contributo di finanziamento e la condivisione del rischio di credito, consente alle imprese di accedere a nuovi finanziamenti a condizioni preferenziali in termini di riduzione del tasso di interesse e/o di riduzione delle garanzie.

Con DGR 2063 del 27/11/2015, la Regione ha approvato l'attivazione del Fondo Finanziamento del rischio anche nella forma del prestito a rischio condiviso (risk sharing loan) in maniera conforme al Regolamento UE n. 964/2014 (off the shelf), approvando le modifiche al Piano delle Attività approvato con DGR 1104/2012 e modificato con DGR 1788/2014, nonché lo schema di Addendum all'Accordo di finanziamento del 16/10/2014.

Puglia Sviluppo, pertanto, ha emanato un avviso pubblico a valere sul fondo finanziamento del rischio nella forma del risk sharing loan (BURP n. 56 del 3/12/2015).

L'intervento della Regione è attuato attraverso il conferimento di un prestito con condivisione del rischio in favore del soggetto finanziatore, per una quota pari al massimo al 50%, di "Pacchetti" di finanziamenti.

La Regione partecipa al rischio di credito per una quota pari al massimo al 50% dell'importo nozionale di ciascun finanziamento erogato.

Il prestito con condivisione del rischio è gestito dai soggetti finanziatori secondo la logica dei Fondi di terzi in amministrazione.

Il portafoglio di esposizioni creditizie deve essere costituito da un insieme di finanziamenti per: - prestiti per investimenti iniziali (attivi materiali ed immateriali); - prestiti a sostegno dell'attivo circolante (ad es. scorte di materie prime e prodotti finiti, contratto di credito edilizio per costruzioni, anticipo export-import, anticipo fatture, anticipo contratti Salvo Buon Fine - SBF, acquisizioni di commesse); - prestiti finalizzati all'effettuazione e/o al sostegno di processi di capitalizzazione aziendale.

⁸ Il nuovo framework in materia di strumenti finanziari è composto dai seguenti regolamenti:

- Regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi.
- Regolamento (UE) n. 1303/2013 (Common Provision Regulation - CPR) recante disposizioni comuni in materia dei fondi strutturali e di investimento europei – SIE.
- Regolamento (UE) n. 964/2014 (*Off the shelf*) di esecuzione del CPR, per quanto concerne i termini e le condizioni uniformi per gli strumenti finanziari.

La disciplina, peraltro, è completata dai Regolamenti relativi ai singoli fondi SIE, nonché dalla normativa applicabile in materia di aiuti di stato.

3.1.3.4 Lezioni apprese

Nei primi mesi del 2016, è stata condotta, con il supporto di Puglia Sviluppo, un'indagine sulla base dei dati provvisori a disposizione della Regione Puglia, nonché sulla scorta di un questionario sottoposto ad un campione di 38 imprese beneficiarie, per verificare se ci sia stato effettivamente un miglioramento delle condizioni di accesso al credito, nonché per valutare il grado di efficacia dello strumento in termini di addizionalità finanziaria ed economica.

Con riferimento all'addizionalità finanziaria, si specifica che essa si verifica laddove l'impresa, in mancanza dello strumento finanziario, non sarebbe stata in grado di accedere al credito (*pure additionality*) ovvero avrebbe ottenuto un finanziamento di importo inferiore rispetto a quello percepito grazie allo strumento finanziario (*partial additionality*). In quest'ultimo caso, l'importo dell'addizionalità è dato dalla differenza tra l'ammontare del prestito a valere sul Fondo e l'ammontare del finanziamento alternativo disponibile.

Secondo la letteratura economica⁹, sulla base di una valutazione di un campione di imprese beneficiarie, per verificare l'efficienza dello strumento finanziario in termini di addizionalità finanziaria, occorre che si riscontri la sussistenza di tale addizionalità (*pure o partial*) almeno per il 60% delle imprese campionate, anche se sarebbe preferibile che tale percentuale si attestasse tra l'80% e il 90%.

Con riferimento al campione di imprese oggetto dell'indagine di Puglia Sviluppo:

1. in merito all'ammontare complessivo dei finanziamenti che non sarebbero stati erogati in normali condizioni di mercato e, quindi, senza l'intervento dello strumento finanziario, risulta che l'addizionalità finanziaria dello strumento è pari al 68,44% dei finanziamenti complessivamente erogati;
2. per ciò che concerne le imprese che hanno dichiarato che senza l'intervento dello strumento non avrebbero avuto accesso al credito ovvero avrebbero beneficiato di un prestito di importo inferiore rispetto a quello ottenuto, risulta che il 71,1% delle imprese ha beneficiato di addizionalità finanziaria (*pure o partial*).

Considerando che l'addizionalità finanziaria, misurata nella maniera descritta sopra, rientra in un *range* di coefficienti tra il 68,44% e il 71,1%, si può affermare che lo strumento raggiunge l'obiettivo di favorire l'accesso al credito delle PMI locali.

L'addizionalità economica, invece, indica quali sono gli effetti economici di cui hanno usufruito le imprese beneficiarie. In particolare, grazie ai finanziamenti a valere sul "Fondo Tranché cover", il 63,2% delle imprese oggetto dell'indagine ha incrementato il volume di scorte e magazzino, il 75,4% ha beneficiato di un aumento di profitti, il 68,4% ha registrato un incremento in termini di reddito operativo, nonché il 76,3% ha potuto adottare nuovi processi di business. Si può affermare, quindi,

⁹J. Levitsky, *Best practice in credit guarantee schemes*, "The Financier", 4 (1&2), 1997 e Graham Bannock and Partners LTD, *Credit Guarantee e Schemes for small business lending. – A global perspective*, Londra, 1997.

che il “Tranched cover” stia dimostrando di avere un impatto positivo in termini di crescita economica.

Si segnala, inoltre, un ulteriore effetto dell'intervento delle operazioni “tranché cover” sul sistema del credito locale, in termini di recupero del *gap* di educazione finanziaria. Si tratta di un effetto indiretto volto a creare e a consolidare i rapporti sinergici tra gli *stakeholders*.

Le operazioni “tranché cover”, infatti, hanno ridisegnato l'approccio dei rapporti tra banche, Confidi e imprese, determinando il superamento del circuito tradizionale “Impresa-Banca-Confidi” e affermando il circuito “Impresa-Confidi-Banca”. Nel contesto di tale circuito occorre evidenziare il ruolo diretto dei Confidi che si sostanzia nella copertura del rischio creditizio della classe *mezzanine* dei portafogli con un tasso di garanzia dell'80%.

In buona sostanza, l'intervento ha avuto un impatto anche sulla qualità dei rapporti tra gli *stakeholders*, attraverso la collaborazione pro-attiva tra banche e Confidi nella costruzione dei portafogli finanziari. Ne consegue un miglioramento della qualità del credito e dei profili di rischio delle PMI pugliesi, al fine di facilitarne ulteriormente l'accesso al credito.

In conclusione, si può affermare che le operazioni “tranché cover” stanno generando effetti positivi sul tessuto imprenditoriale locale¹⁰

Nella pagina successiva si riportano i dati rivenienti dalla chiusura dei portafogli a valere sui n. 3 avvisi cd. Tranché cover, nonché sull'avviso “Risk sharing loan”.

.

¹⁰Si segnala che, al termine del periodo entro il quale deve essere costituito il Portafoglio finanziario (cd. *ramp up*), saranno realizzate valutazioni *ex post* sull'attuazione dello strumento, in linea con le indicazioni fornite dalla Commissione europea.

Tabella 16 – 1° e 2° avviso tranced cover

AVVISO	ORIGINATOR	CASH COLLATERAL AGGIUDICATO (€)	CASH COLLATERAL TRASFERITO (€)	DOTAZIONE FINANZIARIA AGGIUDICATA (€)	DOTAZIONE FINANZIARIA TRASFERITA (€)	PORTAFOGLIO COMPLESSIVO DA SVILUPPARE	FINANZIAMENTI EROGATI (€)	SAL SU EROGATO (%)	PMI AGEVOLATE (N.)
1°	UNICREDIT	3.200.000,00	2.880.000,00			40.000.000,00	28.156.290,00	70%	170
2°	MPS	2.939.320,24	2.939.320,24	10.012.138,50	10.012.138,50	62.500.000,00	62.500.556,00	100%	257
	BPB	5.170.576,26	5.170.576,26	10.367.796,80	10.367.796,80	75.000.000,00	75.441.854,19	101%	325
	BPPB	1.000.000,00	1.000.000,00			12.500.000,00	12.584.146,00	101%	56
TOTALI		12.309.896,50	11.989.896,50	20.379.935,30	20.379.935,30	190.000.000,00	178.682.846,19	94%	808

Tabella 17 _ 3° avviso tranced cover

AVVISO	ORIGINATOR	CASH COLLATERAL AGGIUDICATO (€)	CASH COLLATERAL TRASFERITO (€)	DOTAZIONE FINANZIARIA AGGIUDICATA (€)	DOTAZIONE FINANZIARIA TRASFERITA (€)	PORTAFOGLIO COMPLESSIVO DA SVILUPPARE	FINANZIAMENTI EROGATI (€)	SAL SU EROGATO (%)	PMI AGEVOLATE (N.)
3°	UNICREDIT	1.625.000,00	1.625.000,00	10.875.000,00	10.875.000,00	36.250.000,00	36.245.581,00	100%	148
	MPS	1.625.000,00	1.625.000,00	10.875.000,00	10.875.000,00	36.250.000,00	36.250.000,00	100%	149
	BPB	3.030.000,00	2.272.500,00	9.470.000,00	7.102.500,00	47.350.000,00	27.746.580,92	59%	146
	BPP	3.030.000,00	1.515.000,00	9.470.000,00	4.735.000,00	47.350.000,00	21.282.185,41	45%	123
TOTALI		9.310.000,00	7.037.500,00	40.690.000,00	33.587.500,00	167.200.000,00	121.524.347,33	73%	566

Tabella 18 – Riepilogo 3 avvisi tranced cover

AVVISO	CASH COLLATERAL AGGIUDICATO (€)	CASH COLLATERAL TRASFERITO (€)	DOTAZIONE FINANZIARIA AGGIUDICATA (€)	DOTAZIONE FINANZIARIA TRASFERITA (€)	PORTAFOGLIO COMPLESSIVO DA SVILUPPARE	FINANZIAMENTI EROGATI (€)	SAL SU EROGATO (%)	PMI AGEVOLATE (N.)
TOTALE 3 AVVISI	21.619.896,50	18.269.896,50	61.069.935,30	53.967.435,30	357.200.000,00	300.207.193,52	84%	1374

Figura 13. Mappa dell'incidenza territoriale dei finanziamenti "tranché cover".

Finanziamento "Tranché Cover" sul Totale delle Imprese Attive

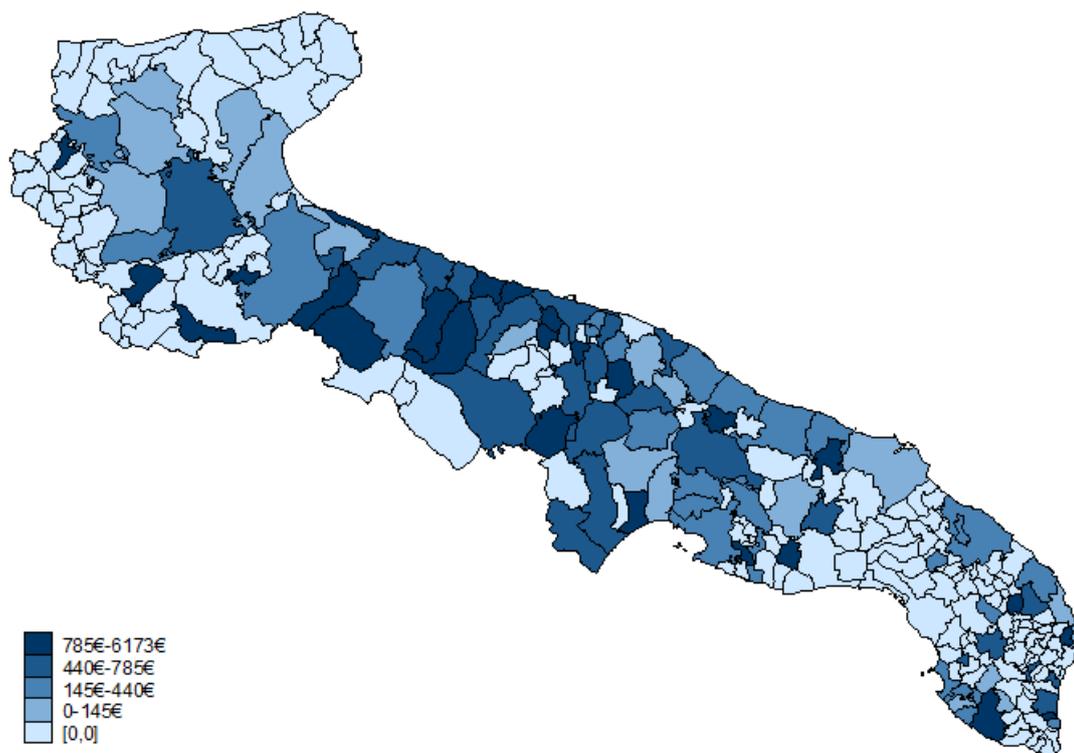


Tabella 19. Avviso Risk sharing loan

ORIGINATOR	RISK SHARING LOAN TRASFERITO (€)	PORTAFOGLIO COMPLESSIVO DA SVILUPPARE (€)	FINANZIAMENTI EROGATI (€)	SAL EROGATO (%)	N. PMI
BPER	5.000.000,00	10.000.000,00	9.900.000,00	99%	75
BCC SANMARZANO	5.000.000,00	10.000.000,00	10.000.000,00	100%	119
BCC LEVERANO	2.500.000,00	5.000.000,00	-	0%	0
BCC SAN GIOVANNI ROTONDO	2.500.000,00	5.000.000,00	4.805.150,00	96%	49
BCC CASSANO E TOLVE	2.500.000,00	5.000.000,00	5.000.000,00	100%	15
TOTALI	17.500.000,00	35.000.000,00	29.705.150,00	85%	258

Naturalmente, qualche miglioramento allo strumento finanziario dovrà essere apportato. In particolare, occorrerà garantire alle PMI locali benefici in termini di semplificazione e velocità relativamente al processo di erogazione dei prestiti, poiché quanto più sono lunghi i tempi di erogazione e/o complesse le procedure, tanto minore risulta la convenienza per banche e imprese ad usufruire di tale strumento. È necessario, inoltre, implementare un piano di comunicazione che abbia un impatto maggiore sulle imprese locali, in termini di conoscenza dello strumento.

La nuova struttura della programmazione comunitaria 2014-2020, peraltro, spinge a un maggiore utilizzo degli strumenti finanziari poiché considerati una efficiente alternativa al tradizionale sistema di finanziamento basato sulle sovvenzioni. Le logiche di condivisione del rischio, attraverso il coinvolgimento degli intermediari finanziari generano virtuosi meccanismi di leva, con il risultato di ampliare la disponibilità del debito e facilitare l'accesso al credito.

Il finanziamento mediante prestito con condivisione del rischio può rappresentare uno strumento efficace per le PMI in un contesto di limitata disponibilità di finanziamenti o di scarsa propensione al rischio degli intermediari finanziari rispetto a determinati settori o tipi di PMI.

Il *risk sharing loan* con riferimento ad importi limitati risulta avere maggiore efficienza in quanto rivolto a banche di minori dimensioni che, a fronte del beneficio di prestiti con condivisione del rischio, possono trasferire, con maggiore immediatezza, il vantaggio finanziario ai destinatari finali (PMI regionali) sotto forma di una riduzione del tasso di interesse.

CAPITOLO 4. STRATEGIA DI INVESTIMENTO PROPOSTA

4.1 Finalità. Esame delle opzioni per le modalità di attuazione.

L'obiettivo del presente capitolo è quello di definire la strategia di intervento, a partire dall'esame delle opzioni che riguardano le modalità di attuazione ai sensi dell'articolo 38 del Regolamento UE n. 1303/2013, descrivendo le modalità di attuazione del prodotto finanziario da costituire.

La Regione Puglia, facendo proprie le priorità dettate dalla strategia europea di sviluppo "Europa 2020", intende attuare una strategia tesa ad una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva e al raggiungimento della coesione economica, sociale e territoriale. In questo contesto, assume particolare importanza l'utilizzo degli strumenti finanziari disciplinati dal Regolamento (UE) n. 1303/2013.

La Regione deve affrontare un periodo di restrizione creditizia che, nonostante sembri in parte attenuarsi, probabilmente caratterizzerà anche i prossimi anni, a fronte del fisiologico processo di riduzione di leva finanziaria (*deleveraging*) che interesserà il settore finanziario nazionale.

Il Programma Operativo Regionale Puglia 2014-2020 prevede di promuovere la diffusione di strumenti di finanza complementare rispetto ai tradizionali canali creditizi e di sostenere l'accesso al mercato dei capitali per finanziare le strategie di investimento e per sostenere il circolante, legato ad attività di sviluppo o espansione¹¹ ausiliarie e correlate alle strategie di investimento di cui sopra.

Le esperienze positive già svolte nel 2007-2013 nella creazione di strumenti di ingegneria finanziaria suggeriscono il ricorso a strumenti di finanza innovativa per ridurre i tradizionali livelli di dipendenza dal credito bancario e che consentono la mobilitazione di risorse private aggiuntive, apportando alla strategia regionale un valore aggiunto in termini di economicità e sostenibilità dell'intervento pubblico.

Gli strumenti finanziari sono adeguati agli interventi che si intendono sostenere se sono flessibili, per poter rispondere in maniera adeguata alle diverse finalità della programmazione regionale, semplici nel loro funzionamento, sia per ridurre i costi sia per garantire il controllo delle operazioni in capo all'Autorità di Gestione ed in grado di mettere a frutto le lezioni apprese con la precedente programmazione per non disperdere le competenze acquisite dall'Amministrazione.

L'identificazione degli strumenti e le modalità di funzionamento devono essere definite a partire dalle finalità che si intendono perseguire e dai differenti target dei destinatari finali a cui gli interventi si rivolgono e devono essere adeguate e differenziate per le diverse Azioni

¹¹ Tra le attività di sviluppo ed espansione si annoverano: R&S, innovazione, servizi e internazionalizzazione.

potenzialmente interessate al loro utilizzo, prevedendo, ove ve ne sia la necessità, una strategia di investimento caratterizzata da un approccio integrato, mediante l'utilizzo di forme di finanziamento differenziate (contributi a fondo perduto, finanziamenti agevolati, fondi privati, ecc.) al fine di rendere gli investimenti finanziariamente sostenibili e attrattivi per gli operatori privati.

La possibilità di sviluppare azioni che integrino, in diverse combinazioni, risorse pubbliche e private da destinare agli investimenti consente di ipotizzare la mobilitazione di una quota rilevante di risorse a favore degli Strumenti finanziari. Tale impostazione è coerente con il dettato dell'art. 37, paragrafo 7, del Regolamento UE n. 1303/2013, secondo il quale "gli strumenti finanziari possono essere associati a sovvenzioni, abbuoni di interesse e abbuoni di commissioni di garanzia".

Se il sostegno dei Fondi strutturali (Fondi SIE) è fornito mediante strumenti finanziari combinati in una singola operazione con altre forme di sostegno direttamente collegate a strumenti finanziari che si rivolgono agli stessi destinatari finali, inclusi il supporto tecnico, abbuoni di interesse e abbuoni di commissioni di garanzia, le disposizioni applicabili agli strumenti finanziari si applicano a tutte le forme di sostegno nell'ambito di tale operazione. In questi casi sono rispettate le norme dell'Unione applicabili in materia di aiuti di Stato e si mantengono registrazioni separate per ciascuna forma di sostegno".

Il paragrafo 4, lett. a), dell'art. 38 del Regolamento (UE) n. 1303/2013 prevede che l'Autorità di gestione possa "investire nel capitale di entità giuridiche nuove o già esistenti, comprese quelle finanziate da altri Fondi SIE, incaricate dell'attuazione di strumenti finanziari coerenti con gli obiettivi dei rispettivi Fondi SIE che svolgeranno compiti di esecuzione".

In prima istanza, sulla scorta della su indicata norma e sulla base di quanto previsto dal P.O. regionale, Azione 3.8 – "Interventi di miglioramento dell'accesso al credito e di finanza innovativa", si prevede la creazione dei seguenti strumenti finanziari:

- a) **Promozione della finanza obbligazionaria innovativa delle PMI pugliesi.**
Si prevede la creazione e/o partecipazione ed un fondo finanziario per il sostegno all'emissione di strumenti di debito a breve e a medio lungo termine delle PMI pugliesi finalizzati agli investimenti produttivi che accedono a strumenti finanziari diversi dal credito bancario ordinario (quali ad esempio i minibond).
- b) **Contributo allo sviluppo del mercato dei fondi di capitale di rischio per la creazione e lo sviluppo d'impresa (azione da AdP 3.6.4).**
Si prevede la creazione di un fondo finanziario destinato a sostenere la partecipazione diretta di operatori finanziari specializzati, all'interno del capitale delle imprese con l'obiettivo di sostenere sia la creazione di nuove imprese, sia il consolidamento e lo sviluppo delle attività imprenditoriali operative.

4.2 Descrizione degli strumenti finanziari

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.

4.2.1 Fondo Equity

La Regione Puglia intende predisporre uno strumento finanziario che dia alle PMI la possibilità di aumentare il grado di patrimonializzazione societaria.

L'obiettivo è quello di promuovere la competitività delle PMI e imprese *startup*-Micro Piccola e Media Imprese (Micro PMI) 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* – Micro PMI 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* – Micro PMI, sarebbe quello di favorire l'aumento della solidità patrimoniale e, quindi, di ampliare le possibilità di investimento e di accesso al credito.

4.2.2 Fondo Minibond

Il Fondo *Minibond* Puglia è uno SF finalizzato a favorire ed agevolare l'accesso al mercato del credito alternativo a quello bancario delle PMI in Puglia, favorendo la disintermediazione creditizia.

Nello specifico, la finalità dello strumento è quella di rendere disponibili alle imprese pugliesi risorse finanziarie destinate all'emissione di obbligazioni (*bond*) per finanziare i propri piani di investimento aziendale.

L'emissione dei *Bond* è destinata:

- a) alla realizzazione di investimenti in attivi materiali ed immateriali;
- b) al sostegno dell'attivo circolante, legato ad attività di sviluppo o espansione ausiliarie e correlate alle attività di cui alla precedente lettera a), la cui natura accessoria è documentata, tra l'altro dal piano aziendale della PMI e dall'importo dell'operazione.

Per l'attuazione dello strumento sarà selezionato un *Arranger* tramite procedura pubblica.

L'*Arranger*, successivamente, individuerà società Emittenti ed Investitori istituzionali e Professionali che investono a proprio rischio e con risorse proprie.

In secondo luogo, l'Arranger si occuperà della creazione di uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) che emette un *Asset Backed Security* (ABS) collegando emittenti e investitori.

L'operazione può essere riassunta in due fasi:

- 1) ciascuna PMI emette un *Bond* che confluisce nel Fondo *Minibond* Puglia;
- 2) i *bond*, complessivamente considerati, sono sottoscritti da una società veicolo (SPV) costituita ai sensi della Legge 130/1999, come modificata dal D.L. 50/2017, ed utilizzati come attivi a garanzia di titoli ABS (cd. "Note") emessi dalla SPV e collocati presso Investitori istituzionali qualificati.

Le due fasi procedono in parallelo tra loro e si concludono con la contestuale emissione dei *bond* da parte delle PMI e delle Note da parte della SPV in date prossime o coincidenti.

L'intervento della Regione si sostanzia:

- 1) nel co-investimento, attraverso il conferimento di una dotazione finanziaria, nella forma di *risk sharing*, per la sottoscrizione dei *bond* da parte di uno o più investitori istituzionali. Tale dotazione insiste nella porzione di portafoglio non garantita;
- 2) nel fornire una garanzia di portafoglio a copertura delle prime perdite al massimo entro il 25% del portafoglio di *bond*;
- 3) nell'erogare sovvenzioni dirette per la copertura parziale delle spese relative all'emissione dei *bond*.

4.2.3. Tasso di garanzia, moltiplicatore (c.d. rapporto di gearing), tasso di condivisione del rischio e tasso aggregato di partecipazione.

Con riferimento sia al Fondo Minibond, si precisa che la garanzia di portafoglio, che costituisce aiuto, non supera l'80% (cd. Tasso di garanzia) del minibond.

In analogia con quanto previsto dal Regolamento UE n. 964/2014 (*Off the shelf*), la garanzia limitata di portafoglio rispetta le condizioni di cui all'articolo 8 del regolamento delegato (UE) n. 480/2014. La percentuale massima di garanzia è stabilita nella valutazione ex ante del rischio in conformità dell'articolo 42, paragrafo 1, lettera b), del regolamento (UE) n. 1303/2013 e dell'articolo 8 del regolamento delegato (UE) n. 480/2014, ed in ogni caso non supera il 25 %. La garanzia può coprire le perdite previste e imprevedute.

Il moltiplicatore della garanzia finanziata dal contributo del programma è definito come segue: moltiplicatore = $(1/\text{tasso di garanzia}) \times (1/\text{percentuale massima di garanzia})$.

Il coefficiente di moltiplicazione si assume inizialmente pari a 5 (cinque).

La garanzia può anche essere rilasciata a titolo oneroso dalla Regione, senza costituire aiuto.

Con riferimento alla dotazione finanziaria, il tasso di condivisione del rischio convenuto con l'intermediario finanziario definisce, per ciascun prestito ammissibile incluso nel portafoglio, la quota del capitale del prestito ammissibile finanziata dal programma. Il tasso di condivisione del

rischio convenuto con l'intermediario finanziario stabilisce l'esposizione alle perdite che dovranno essere coperte conseguentemente dall'intermediario finanziario e dal contributo del programma. Al fine di colmare la carenza riscontrata nell'ambito della presente valutazione ex ante, si assume che il tasso di condivisione del rischio non sia superiore al 50%.

La Dotazione Finanziaria nella forma del risk sharing può essere anche remunerata a tasso di mercato senza costituire aiuto, in quanto sono retrocessi al Fondo interessi pro quota secondo le condizioni applicate dall'Investitore Principale. In tal caso il Fondo e gli Intermediari finanziari sostengono in qualsiasi momento le perdite e i ritorni in proporzione ai loro contributi (pari passu e pro rata).

Con riferimento al Fondo Equity, in maniera conforme con il Regolamento UE n. 1157/2016 (cd. Off the shelf), il tasso aggregato di partecipazione privata a livello della PMI deve raggiungere operazione per operazione almeno le seguenti soglie:

- a) il 10 % del finanziamento del rischio concesso alle imprese ammissibili che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale sul mercato;
- b) il 40 % del finanziamento del rischio concesso alle imprese ammissibili che operano in un mercato qualsiasi da meno di sette anni dalla loro prima vendita commerciale;
- c) il 60 % del finanziamento del rischio concesso o alle imprese ammissibili che necessitano di un investimento iniziale per il finanziamento del rischio che, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, è superiore al 50 % del loro fatturato medio annuo negli ultimi cinque anni, oppure per investimenti ulteriori in imprese ammissibili dopo il periodo di sette anni dalla prima vendita commerciale.

4.3 Destinatari finali

I destinatari degli aiuti possono essere le PMI che alla data di presentazione della domanda di agevolazione devono:

- a) essere regolarmente costituiti ed iscritti nel Registro delle imprese e se professionisti essere abilitati ed iscritti agli albi se previsto dalla rispettiva norma professionale;
- b) essere nel pieno e libero esercizio dei propri diritti, non in liquidazione volontaria e/o sottoposti a procedure concorsuali
- c) non rientrare tra coloro che hanno ricevuto e, successivamente, non rimborsato o depositato in un conto bloccato, gli aiuti individuati quali illegali o incompatibili dalla Commissione Europea;
- d) operare nel rispetto delle vigenti norme edilizie ed urbanistiche, del lavoro, sulla prevenzione degli infortuni e sulla salvaguardia dell'ambiente, con particolare riferimento agli obblighi contributivi;
- e) non essere stati destinatari, nei sei anni precedenti la data di presentazione della domanda di agevolazione di provvedimenti di revoca di agevolazioni pubbliche ad eccezione di quelli derivanti da rinunce da parte delle imprese;

- f) aver restituito agevolazioni erogate per le quali è stata disposta dall'Organismo competente la restituzione;
- g) non essere oggetto di procedura concorsuale per insolvenza o non soddisfare le condizioni previste dal diritto nazionale per l'apertura nei suoi confronti di una tale procedura su richiesta dei suoi creditori, così come previsto dal Regolamento (UE) n. 1407/2013.

Gli aiuti possono essere concessi alle imprese di qualsiasi settore ad eccezione dei seguenti:

- a) aiuti concessi a imprese attive nel settore della pesca e dell'acquacoltura che rientrano nel campo di applicazione del Regolamento (CE) 104/2000 del Consiglio;
- b) aiuti concessi a imprese attive nel settore della produzione primaria dei prodotti agricoli di cui all'allegato I del Trattato;
- c) aiuti concessi a imprese attive nella trasformazione e commercializzazione di prodotti agricoli elencati nell'allegato I del Trattato, nei casi seguenti:
 - quando l'importo dell'aiuto è fissato in base al prezzo o al quantitativo di tali prodotti acquistati da produttori primari o immessi sul mercato dalle imprese interessate;
 - quando l'aiuto è subordinato al fatto di venire parzialmente o interamente trasferito a produttori primari;
- d) aiuti ad attività connesse all'esportazione verso paesi terzi o Stati membri, ossia direttamente collegati ai quantitativi esportati, alla costituzione e gestione di una rete di distribuzione o ad altre spese correnti connesse con l'attività di esportazione;
- e) aiuti condizionati all'impiego preferenziale di prodotti interni rispetto ai prodotti di importazione;
- f) aiuti ad imprese attive nel settore carboniero ai sensi del Regolamento (CE) n. 1407/2002;
- g) aiuti destinati all'acquisto di veicoli per il trasporto di merci su strada da parte di imprese che effettuano trasporto di merci su strada per conto terzi.

Per gli aiuti concessi dagli strumenti finanziari e disciplinati dal regime de minimis, prima della concessione dell'aiuto, dovrà essere accertato il rispetto della disposizione di cui all'art. 3 del Regolamento (UE) n. 1407/2013 della Commissione del 18 dicembre 2013 (aiuti de minimis) secondo cui l'importo complessivo degli aiuti "de minimis" concessi a un'impresa unica non può superare € 200.000 nell'arco di tre esercizi finanziari. L'importo complessivo degli aiuti "de minimis" concessi a un'impresa unica che opera nel settore del trasporto di merci su strada per conto terzi non può superare € 100.000 nell'arco di tre esercizi finanziari.

4.4 Combinazione con il sostegno sotto forma di sovvenzioni.

Come previsto dall'art. 37, par. 7, del Regolamento recante disposizioni comuni, gli Strumenti finanziari possono essere combinati con sovvenzioni a fondo perduto.

Nella fattispecie, gli strumenti finanziari costituendi possono prevedere la combinazione con le sovvenzioni dirette.

CAPITOLO 5. Stima dei fallimenti di mercato

5.1 Fondo Equity Analisi di un possibile fallimento di mercato del capitale di rischio

La finalità dello SF Fondi *Equity* è quella di far fronte al disequilibrio D/E dovuto alla ridotta disponibilità patrimoniale delle imprese *target*. Poiché la ridotta disponibilità patrimoniale potrebbe essere causata da un potenziale fallimento di mercato, in questo paragrafo si intende quantificare la difficoltà di accesso al mercato del capitale di rischio per le *start-up* e MPMI pugliesi, con particolare riferimento alle imprese innovative.

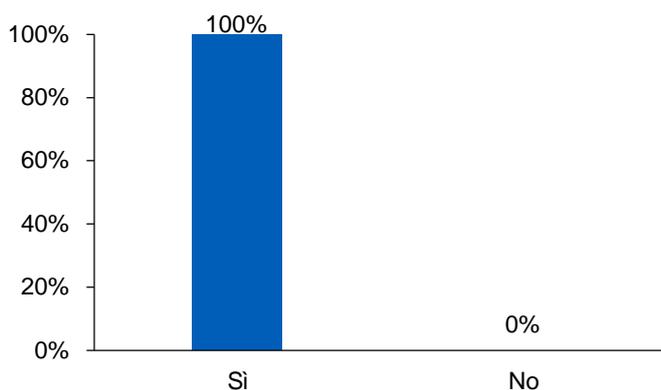
Per la tipologia di imprese *target* e per la tipologia di investimento svolto, ai fini della stima *dell'equity gap* non verrà fatta distinzione tra domanda insoddisfatta e domanda inespressa.

La stima del fallimento di mercato è stata condotta prevalentemente tramite la ricerca *desk* e tramite la scelta di opportune assunzioni logiche mentre, per quanto riguarda la definizione del contesto socio-economico pugliese, sono state utilizzate le risultanze della consultazione pubblica.

Queste ultime, se rilevanti, sono rappresentate tramite figure che indicano la frequenza percentuale delle risposte ad una domanda. Il numero di rispondenti a ciascuna domanda è riportato in calce al grafico, specificando, se necessario, i motivi per cui ci sia una discrepanza nel numero totale delle risposte per la domanda specifica rispetto al numero totale di rispondenti al questionario.

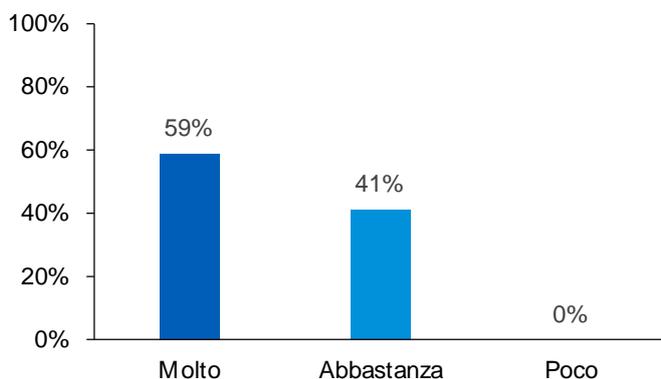
Sulla base delle risposte al questionario, emerge che un potenziale disequilibrio D/E per le *start-up* e MPMI pugliesi che limiti sostanzialmente le possibilità di investimento e crescita delle imprese e quindi dell'economia regionale nel complesso.

Figura 14 Ritiene che le *start-up* e MPMI pugliesi riscontrino un potenziale disequilibrio D/E per la ridotta disponibilità patrimoniale?



Totale rispondenti alla domanda: 17

Figura 15 Quanto ritiene che la ridotta disponibilità patrimoniale limiti le loro possibilità di ottenere ulteriori capitali e/o credito da parte degli operatori finanziari?

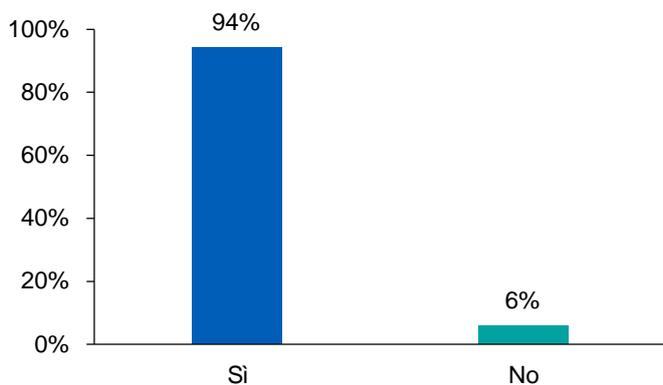


Totale rispondenti alla domanda: 17

(1) Il quesito è stato posto solamente al campione (100%) che ha risposto affermativamente al quesito di cui in Figura 5.

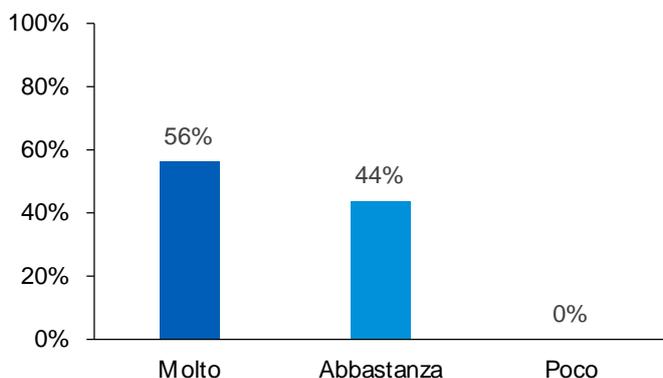
Nello specifico, dai risultati della consultazione pubblica emerge che le PMI pugliesi riscontrano difficoltà di accesso al mercato del capitale di rischio, e che queste difficoltà ne limitano le possibilità di crescita, in particolare per le imprese in fase di *start-up*.

Figura 16 Ritiene che le imprese (ed in particolare le PMI) in Puglia riscontrino difficoltà di accesso al capitale di rischio?



Totale rispondenti alla domanda: 17

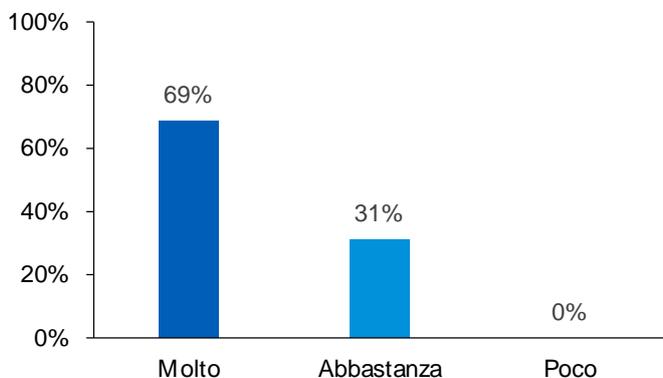
Figura 17 Quanto ritiene che tali difficoltà ne limitino le possibilità di crescita?



Totale rispondenti alla domanda: 16

(2) Il quesito è stato posto solamente al campione (94%) che ha risposto affermativamente al quesito di cui in Figura 16.

Figura 18 Ritiene che tale difficoltà di accesso al capitale di rischio sia particolarmente penalizzante per imprese in fase di avviamento?

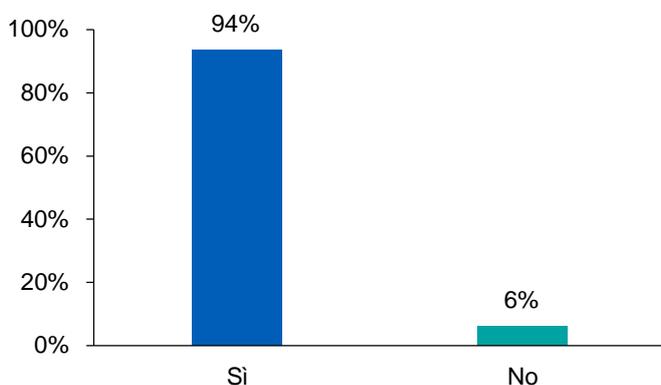


Totale rispondenti alla domanda: 16

(1) Il quesito è stato posto solamente al campione (94%) che ha risposto affermativamente al quesito di cui in Figura 16.

Inoltre, in fase di avviamento di impresa, viene anche identificata la necessità di coinvestimento pubblico-privato (*risk-sharing*).

Figura 19 Prima ancora del credito bancario, ritiene che ci sia la necessità di patrimonializzazione e di coinvestimento pubblico-privato (*risk sharing*) in fase di avviamento d'impresa?



Totale rispondenti alla domanda: 16

(1) Il quesito è stato posto solamente al campione (94%) che ha risposto affermativamente al quesito di cui in Figura 16.

In linea generale, dal parere dei rispondenti emerge che in Puglia vi sia la necessità di coinvolgere investitori specializzati al fine di favorire lo sviluppo di *start-up* e MPMI.

Il disequilibrio del rapporto D/E per le imprese *target* dello SF si configura come un fallimento di mercato in quanto, sulla base delle evidenze emerse dalla consultazione, le motivazioni alla base non derivano da meccanismi efficienti di selezione di mercato, ma piuttosto da imperfezioni e malfunzionamenti dello stesso, quali:

- mancanza di sistemi efficienti di comunicazione dei risultati e delle variabili economiche-finanziarie delle PMI;
- scarsa trasparenza delle piccole imprese in termini di *governance* e/o organizzazione interna;
- difficoltà in fase di disinvestimento nel caso di investimenti in PMI;
- elevati costi di *due diligence*, i quali si traducono in una diminuzione del rendimento dell'investimento tale da renderlo non conveniente;
- taglio troppo ridotto dell'investimento.

Definita la presenza di una scarsa patrimonializzazione delle imprese *target* causata da fallimento di mercato, è opportuno procedere ad un'analisi e stima dell'*equity gap*.

Stima e quantificazione del fallimento di mercato

In coerenza con la metodologia BEI, per il completamento dell'analisi dei fallimenti di mercato è opportuno quantificare 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. 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 MPMI 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 MPMI.

Non avendo dati puntuali relativi alla domanda di *equity* per le *start-up* e MPMI, è stato ritenuto opportuno derivare il *gap* partendo dal rapporto D/E medio per le PMI del Mezzogiorno, pari a 90.2%¹². 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 2018.

In seguito, assumendo che le *start-up* e MPMI siano sottocapitalizzate¹³, i.e. hanno un rapporto D/E superiore al 200%, (e quindi un rapporto E/D pari a 50%) è stato assunto che, per migliorare il loro grado di patrimonializzazione, esse debbano tendere al rapporto E/D medio delle PMI italiane, pari a 133,16% (derivato dal rapporto D/E del 75,10%¹⁴). In questo modo, è stato possibile ottenere una stima del *gap* di patrimonializzazione in termini E/D delle *start-up* e MPMI pugliesi, pari a 83,16%.

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

Figura 20 *Equity gap*

in termini E/D e per lo *stock* di credito bancario per singola impresa, ottenendo circa 306,6 € 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 2016¹⁵ per il numero di anni del periodo di operatività dello strumento (2018, 2019 e 2020), ottenendo un valore complessivo di 12 € mln.

¹² Cerved (2018). Rapporto PMI Mezzogiorno.

¹³ Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2018). *Gli strumenti di finanziamento per le start-up e le PMI*.

¹⁴ Cerved (2018). Rapporto PMI Mezzogiorno.

¹⁵ ISTAT (2016). Mercato dei Capitali e Finanza d'Impresa.

L'*equity gap* calcolato ammonta dunque ad un totale di 294,6 € mln.

Il dettaglio del procedimento seguito è riportato nella Tabella 20:

Tabella 20 Analisi desk della stima dell'*equity gap*

Domanda di <i>equity</i> delle <i>start-up</i> e MPMI pugliesi		
Dati in €		
Rapporto D/E Medio per le PMI del Mezzogiorno (%) ¹	90,2%	A
Rapporto E/D Medio per le PMI del Mezzogiorno (%)	110,9%	B=1/A
Stock di credito bancario delle PMI pugliesi ²	6.939.000.000	C
Numero di PMI pugliesi ³	5.458	D
Stock di credito bancario per singola PMI	1.271.345	E=C/D
Rapporto E/D medio delle PMI sotto capitalizzate del Mezzogiorno (%) ⁴	50,0%	F
Rapporto D/E <i>target</i> per le PMI pugliesi (%) ⁵	75,10%	G
Rapporto E/D <i>target</i> per PMI pugliesi (%)	133,16%	H=1/G
Stima del <i>gap</i> di patrimonializzazione in termini di E/D delle PMI pugliesi sotto capitalizzate rispetto alla media nazionale (%)	83,16%	I=E-D
Numero di <i>start-up</i> e MPMI in Puglia ⁶	290	M
Stima della "domanda" di <i>equity</i> delle <i>start-up</i> e MPMI pugliesi in valore assoluto	306.587.087	N=E* I* M

I dati di input sono riportati in blu.

Note: (1) Rapporto Cerved PMI Mezzogiorno 2018.

(2) Rapporto Banca d'Italia – Economie Regionali, L'economia della Puglia 2018.

(3) Rapporto Cerved PMI Mezzogiorno 2018

(4) Si definisce sotto-capitalizzata un'impresa con rapporto D/E superiore al 200%, i.e. un rapporto E/D inferiore al 50%

(5) Rapporto Cerved PMI Mezzogiorno 2018

(6) 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

5.1.1 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 MPMI, favorendone l'accesso al mercato del capitale di rischio attraverso anche il coinvolgimento di investitori privati.

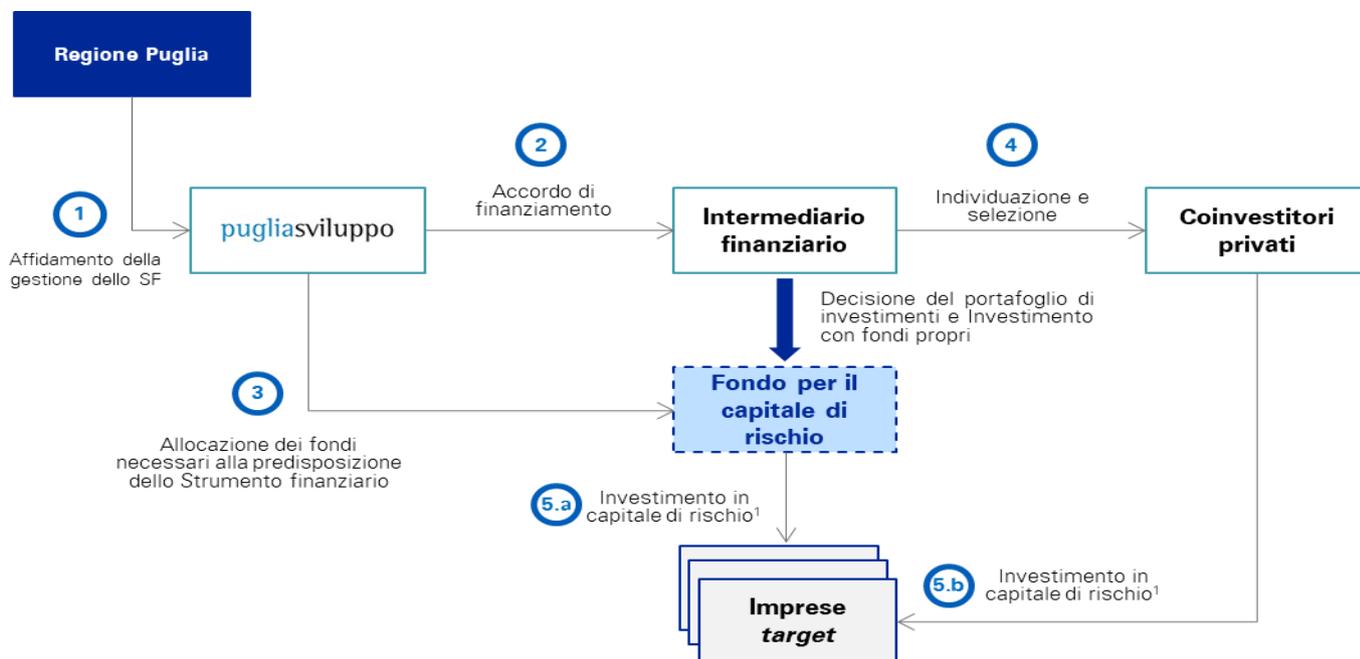
Lo SF, in sintesi, si avvale di un approccio di portafoglio di investimenti nelle *start-up* MPMI, gestito da un intermediario finanziario identificato tramite procedura pubblica.

I destinatari dello strumento sono identificati nelle *start-up* e MPMI non quotate che:

- non hanno operato in alcun mercato;
- operano in un mercato qualsiasi da meno di sette anni dalla loro prima vendita commerciale;
- necessitano di un investimento iniziale per il finanziamento del rischio che, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, sia superiore al 50% del loro fatturato medio annuo negli ultimi cinque anni;

- richiedono investimenti ulteriori nelle imprese ammissibili, anche dopo il periodo di sette anni dalla prima vendita commerciale.

Figura 21 Come funziona lo SF Fondi *Equity*



Nota: (1) Per ogni investimento, l'orizzonte temporale previsto è di 5 anni. La strategia di uscita (la cd. exit strategy) deve essere chiara, e deve obbligatoriamente figurare nell'accordo di finanziamento.

5.1.2 Analisi quantitativa dello SF Fondo Equity

Sulla base della stima dell'*equity gap* che limita la possibilità di accesso al capitale di rischio di *start-up* MPMI 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 vengono esaminati i seguenti aspetti:

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

Dotazione finanziaria

Per determinare le risorse a valere sull'*equity* che potranno essere utilizzate in Puglia con riferimento allo 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 10 € mln di cui il 50% finanziato mediante risorse europee, come sintetizzato nella Tabella 21.

Tabella 21 Dotazione finanziaria – Fondi *Equity*

Investimenti in <i>equity</i> realizzati in <i>start-up</i> 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

I dati di input sono riportati in blu

Per la stima delle risorse assegnate allo strumento, è necessario stimare i costi di gestione i quali, ai sensi dell'art.13 comma 3 del Regolamento UE n. 480 del 2014), si attestano al 20%.

I costi di gestione e la conseguente dotazione finanziaria residua che potrà essere concessa a favore dei beneficiari finali sono riportati nella Tabella 22.

Tabella 22 Stima dei costi di gestione e della dotazione finanziaria residua – Fondi *Equity*

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

I dati di input sono riportati in blu

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

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*¹⁶.

¹⁶ 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*.

Per quanto riguarda il totale della dotazione finanziaria dello SF Fondi *Equity*, è necessario aggiungere alla dotazione iniziale i seguenti:

- finanziamenti aggiuntivi mobilitati dall'intermediario finanziario nella misura di almeno l'1% ai fini dell'allineamento degli interessi;
- fondi investiti da coinvestitori privati nel quadro di un accordo firmato con l'intermediario finanziario, per un importo massimo pari al 40% della dotazione del fondo.

La dotazione finanziaria complessiva dello strumento ammonta dunque a circa 13,5 € mln, come riportato nella Tabella 23.

Tabella 23 Investimenti in *equity* a valere sullo SF Fondi *Equity*

Investimenti in <i>equity</i> a valere sullo SF Fondo <i>Equity</i>		
Dati in €		
Contributo del programma	8.000.000	A
Percentuale di contributo dell'intermediario finanziario (%) ¹	1%	B
Dotazione del Fondo	8.080.808	$C=A/(1-B)$
Contributo dell'intermediario finanziario	80.808	$D=C*B$
Percentuale di partecipazione coinvestitori privati (%)	40%	E
Investimenti coinvestitori privati	5.387.205	$F=C/(1-E)-C$
Investimenti in <i>equity</i> complessivi	13.468.013	$G=C+F$

I dati di input sono riportati in blu

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 24, pari a 2,69.

Tabella 24 Effetto leva – Fondi *Equity*

Effetto leva		
Dati in €		
Investimenti in <i>equity</i>	13.468.013	A
Risorse europee	5.000.000	B
Effetto leva	2,69	$C=A/B$

I dati di input sono riportati in blu

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

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 sia dell'intermediario finanziario che da coinvestitori privati (cfr. par. 2.3.2)

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 dei coinvestitori privati) 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 5,5 € mln (Tabella 25). È opportuno precisare che per lo SF Fondi *Equity* non vengono mobilitate risorse pubbliche aggiuntive.

Tabella 25 Risorse pubbliche e private aggiuntive – Fondi *Equity*

Risorse pubbliche e private aggiuntive		
Dati in €		
Dotazione finanziaria	10.000.000	A
Costi di gestione	2.000.000	B
Dotazione finanziaria al netto dei costi di gestione	8.000.000	C=A-B
Partecipazione intermediario finanziario	80.808	D
Partecipazione altri coinvestitori privati	5.387.205	E
Totale investimenti in <i>equity</i> realizzati	13.468.013	F=C+D+E
Risorse pubbliche e private aggiuntive	5.468.013	G=F-C

I dati di input sono riportati in blu

Ipotizzando un *tranching* nel periodo analizzato pari al 5%, 45% e 55%, è possibile stimare, a titolo esemplificativo, l'erogazione annua della dotazione dello SF, come riportato nella Tabella 26.

Tabella 26 Stima dell'erogazione annua al netto dei costi di gestione – Fondi *Equity*

Investimenti in <i>equity</i> erogati a valere sullo SF Fondo <i>Equity</i>			
Dati in €	2018	2019	2020
Erogato annuo	673.401	5.387.205	7.407.407
Totale - finanziato	673.401	6.060.606	13.468.013

I dati di input sono riportati in blu

A titolo esemplificativo, ipotizzando un investimento medio per singola impresa pari a 250.000 € mgI, sono previsti 3 investimenti annui realizzati nel 2018, 22 nel 2019 e 30 nel 2020, per un totale di 55 interventi.

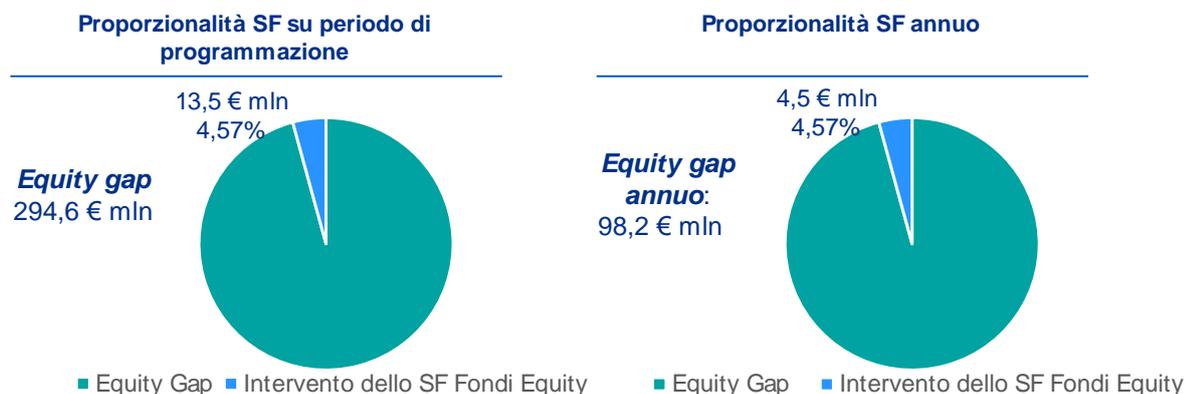
5.1.3 Proporzionalità dell'intervento dello strumento finanziario

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 al *financing 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 4,57% del *financing gap*, come mostrato nella Figura 22.

Figura 22 Proporzionalità dell'intervento dello SF Fondi *Equity*



5.1.4 Sintesi

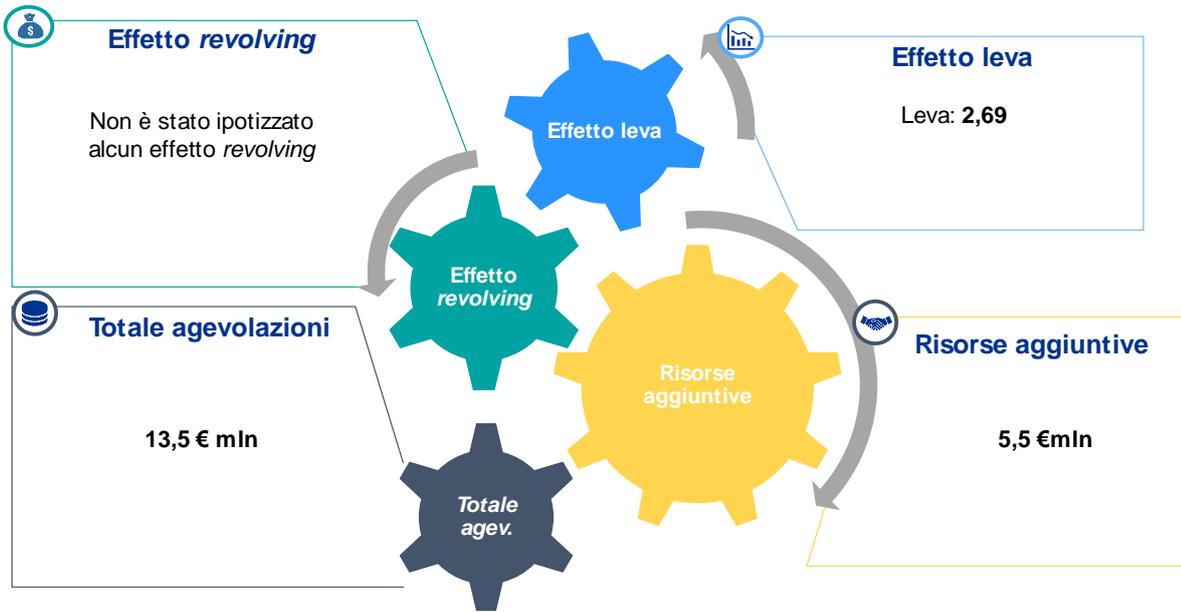
Lo SF Fondi *Equity* consentirebbe di limitare il fallimento di mercato facilitando l'accesso al capitale di rischio delle *start-up* MPMI pugliesi, sostenendo così la crescita economica e sociale della Regione Puglia.

Nello specifico, lo SF Fondi *Equity* consente, nel periodo di operatività dello strumento, di erogare a favore dei beneficiari finali agevolazioni per un valore di circa 13,5 € mln.

L'intervento e l'impatto dello SF consente di colmare, in ottica prospettica, il 4,57% del *financing gap*.

La Figura 23 illustra in maniera sintetica i principali elementi del valore aggiunto generato dallo SF.

Figura 23 Sintesi della valutazione quantitativa dello SF Fondi *Equity*



5.2 Fondo Minibond Puglia. Analisi di un possibile fallimento di mercato del credito non bancario

In coerenza con gli obiettivi dello SF Fondo *Minibond* Puglia, il potenziale fallimento di mercato che si intende analizzare è relativo alla difficoltà di accesso a fonti di finanziamento diverse da quelle tradizionali bancarie per le PMI pugliesi.

In linea con la Metodologia BEI e con le *best practice* europee, la stima del fallimento di mercato e del conseguente *financing gap* è realizzata, sulla base delle risultanze della consultazione pubblica, mediante l'implementazione dei seguenti *step*:

- ricognizione e stima del **flusso di finanziamenti verso le imprese target dei due strumenti in Puglia**;
- analisi dell'**esistenza di un fallimento** di mercato;
- stima e analisi della **domanda insoddisfatta**;
- stima e analisi della **domanda inespressa**;
- stima e quantificazione del **fallimento di mercato (*financing gap*)**.

Nel primo *step*, si è stimato il flusso di credito non bancario nell'ultimo anno disponibile (2017) verso le PMI pugliesi, mediante:

- la ricognizione e analisi dell'ammontare medio del valore nominale dell'emissione, quando l'emittente è classificato come PMI, al fine di individuare quanto possa essere in media il valore di un finanziamento tramite *minibond* per le PMI pugliesi;
- l'individuazione del numero di emissioni in Puglia nell'ultimo anno;
- la stima del controvalore complessivo delle emissioni effettuate dalle PMI in Puglia.

Sulla base dei dati del Rapporto AIFI¹⁷, il valore nominale medio di un'emissione di *private debt* (che include anche *corporate bond* e *minibond*) è stata pari a 9,4 € mln nell'ultimo anno.

Pertanto, sempre sulla base dei dati del Rapporto AIFI¹⁸ avendo individuato un numero di emissioni pari a 3 nell'ultimo anno per cui sono disponibili dati (2017), si stima che il flusso di credito non bancario destinato alle PMI pugliesi sia pari a 28,2 € mln.

¹⁷ AIFI (2017) – Il mercato Italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt.

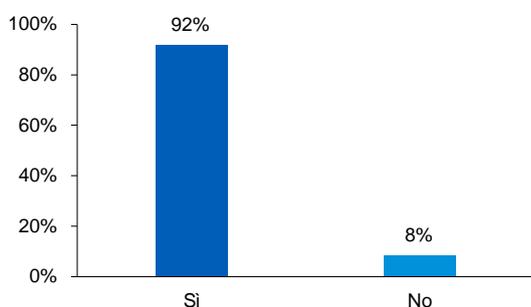
¹⁸ AIFI (2017) – Il mercato Italiano del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

Definito il flusso di credito non bancario destinato alle PMI in Puglia, è opportuno valutare e analizzare l'esistenza di un fallimento di mercato, verificando se la quantità di credito effettivamente erogata sia il risultato di un equilibrio di mercato o, alternativamente, di un eccesso di domanda o di offerta di credito.

La rilevazione di un potenziale fallimento di mercato e la sua quantificazione sono state realizzate mediante un approccio *evidence-based* che coniuga la conoscenza del contesto economico locale con le specifiche evidenze derivanti dalla procedura di consultazione pubblica. Queste ultime, se rilevanti, sono rappresentate tramite figure (quali ad esempio Figura 15 e 16) che indicano la frequenza percentuale delle risposte ad una domanda. Il numero di rispondenti a ciascuna domanda è riportato in calce al grafico, specificando, se necessario, i motivi per cui ci sia una discrepanza nel numero totale delle risposte rispetto al numero totale di rispondenti al questionario. Inoltre, per i quesiti rilevanti espressi in risposta multipla, viene presentato il valore medio ponderato.

Sulla base delle risposte al questionario, nel territorio regionale risulta evidente la presenza di un razionamento del credito non bancario per le PMI pugliesi. Come evidenziato dalla Figura 24, la quasi totalità degli operatori che hanno risposto alla consultazione ritiene che le PMI riscontrino difficoltà di accesso a fonti di finanziamento diverse dal tradizionale credito bancario in Puglia.

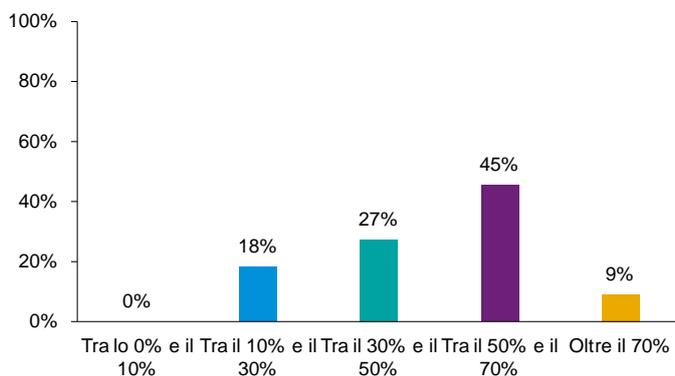
Figura 24 Ritiene che le PMI in Puglia riscontrino difficoltà di accesso alle fonti di finanziamento diverse dal tradizionale credito bancario?



Totale rispondenti alla domanda: 12

Inoltre, come evidenziato anche dalla percezione dei rispondenti al questionario (Figura 25), queste difficoltà limitano sostanzialmente le possibilità di investimento e di crescita delle imprese e quindi dell'economia regionale nel complesso.

Figura 25 Quanto ritiene che le difficoltà di accesso al credito delle PMI ne limitino le possibilità di investimento e crescita?



Totale rispondenti alla domanda: 11

(1) Il quesito è stato posto solamente al campione (92%) che ha risposto affermativamente al quesito di cui in Figura 24.

La difficoltà di accesso a finanziamenti diversi dal tradizionale credito bancario per le PMI pugliesi si configura come un fallimento di mercato in quanto, sulla base delle evidenze emerse dalla consultazione, le motivazioni alla base non derivano da meccanismi efficienti di selezione di mercato ma piuttosto da imperfezioni e malfunzionamenti del mercato, quali:

- mancanza di garanzia delle PMI;
- scarsa trasparenza delle PMI;
- mancanza di storia creditizia delle piccole imprese;
- stringenti vincoli di capitale e/o ridotta liquidità.

Definita la presenza di un fallimento di mercato, è opportuno procedere ad un'analisi della quota di domanda potenziale che, seppur potenzialmente meritevole, non riesce ad ottenere credito ed a realizzare i propri investimenti. A tal fine, come specificato nel paragrafo 1.2, è opportuno stimare la domanda potenziale e nello specifico:

- la domanda insoddisfatta;
- la domanda inespressa.

Stima e analisi della domanda insoddisfatta

Per stimare la domanda potenziale che non riesce ad accedere al credito è opportuno, in primo luogo, quantificare la cd. domanda insoddisfatta, ovvero la domanda che, seppur meritevole, non riesce ad ottenere i finanziamenti richiesti.

La domanda insoddisfatta si compone di:

- domanda di credito totalmente respinta;
- domanda di credito solo parzialmente soddisfatta.

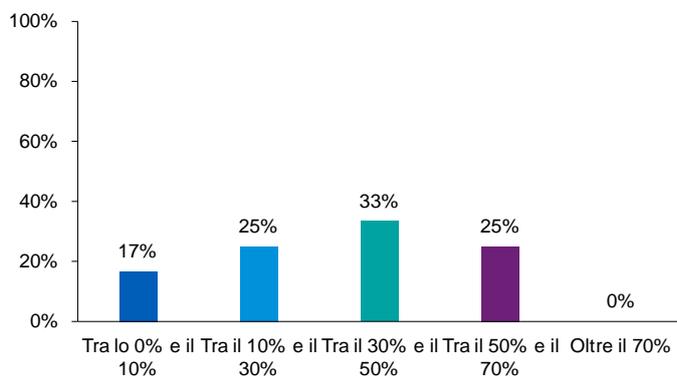
Le analisi sull'esistenza e quantificazione della domanda insoddisfatta sono state realizzate mediante un approccio *evidence-based*, basandosi prevalentemente sulle risultanze della consultazione pubblica.

Stima della domanda di credito totalmente respinta

Per domanda totalmente respinta si intende quella domanda che, seppur espressa dai richiedenti, non ottiene i finanziamenti richiesti, nemmeno in misura parziale.

Sulla base delle evidenze derivanti dalla consultazione pubblica, la percezione sarebbe che in Puglia viene respinto circa il 35% dei tentativi di accesso a fonti di finanziamento diverse dal credito bancario da parte delle PMI viene respinto perché ritenute economicamente e/o finanziariamente non sostenibili (vedi Figura 17).

Figura 26 In che percentuale ritiene che i tentativi di accesso a fonti di finanziamento diverse dal credito bancario da parte delle PMI Pugliesi non abbiano successo perché non economicamente e/o finanziariamente sostenibili?



Totale rispondenti alla domanda: 12

Valore medio ponderato:

35%

Sulla base di tali evidenze si è proceduto a quantificare la domanda di credito totalmente respinta perché giudicata dagli investitori non economicamente e/o finanziariamente sostenibile (per esempio, per mancanza di garanzia delle PMI, per mancanza di storia creditizia delle PMI) e rappresenta pertanto un fallimento di mercato e un *financing gap* da colmare per favorire lo sviluppo regionale.

Come evidenziato dalla Tabella, si è ricorso a un metodo analitico per individuare il *financing gap*. Nel dettaglio, partendo dal flusso di credito non bancario destinato alle PMI pugliesi (domanda accolta pari a 27 € mln) e dal dato che circa il 35% dei tentativi di accesso ai finanziamenti diversi dal tradizionale credito bancario vengono respinti, si è proceduto a stimare la domanda complessiva che comprende la domanda accolta e quella totalmente respinta (pari a 27 € mln annuo). Successivamente, si è proceduto a stimare il *financing gap* pari a 27 € mln nel periodo residuo dell'attuale programmazione (ovvero 3 anni).

Tabella 27 Stima della domanda totalmente respinta

Stima della domanda totalmente respinta perché economicamente e finanziariamente non sostenibile		
Dati in €		
Credito non bancario erogato alle PMI in Puglia ¹	28.200.000	A
Percentuale di domanda respinta (%) ²	35%	B
Percentuale di domanda accolta (%)	65%	C=1-B
Domanda complessiva	43.108.280	D=A/C
<i>Financing gap</i> annuo	14.908.280	E=D-A
Numero di anni al termine della programmazione 2014-2020	3	F
<i>Financing gap</i> periodo residuo della programmazione	44.724.841	G=E*F

I dati di input sono riportati in blu

Nota: (1) AIFI (2017) - Rapporto Private Debt

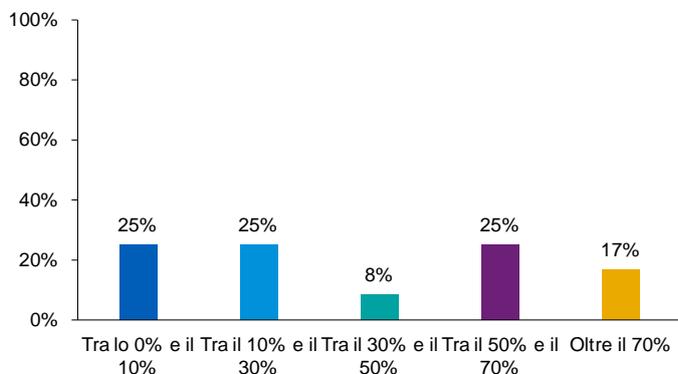
(2) Valore ponderato medio emerso dalla consultazione pubblica

Stima della domanda di credito solo parzialmente soddisfatta

Per domanda solo parzialmente soddisfatta si intende quella domanda che, seppur espressa dai richiedenti, ottiene solo in parte i finanziamenti richiesti.

Sulla base dei risultati della *survey*, emerge che in media in Puglia il 39% delle domande siano solo parzialmente soddisfatte (vedi Figura 27) e ottengono in media solo il 39% dei finanziamenti richiesti (vedi Figura 19).

Figura 27: Rispetto alle PMI in Puglia che riescono ad accedere a canali di finanziamento alternativi a quello bancario, quale percentuale ritiene non riesca ad ottenere l'intero ammontare di finanziamento richiesto?

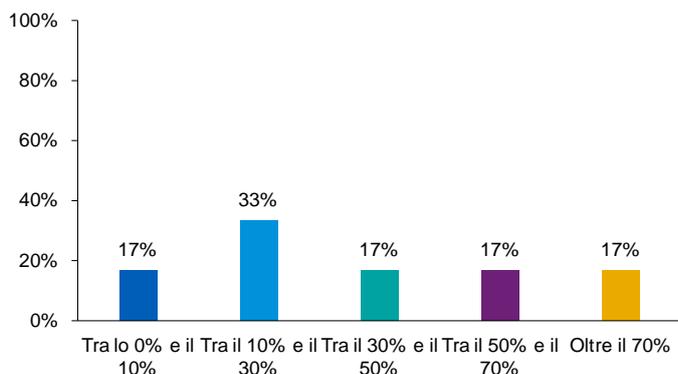


Totale rispondenti alla domanda: 12

Valore medio ponderato:

39%

Figura 28 Sulla base delle sue conoscenze, in media che percentuale dell'ammontare di finanziamento alternativo al credito bancario richiesto ottengono le PMI la cui domanda è solo parzialmente soddisfatta?



Totale rispondenti alla domanda: 12

Valore medio ponderato:

39%

Sulla base di tali informazioni è stato possibile stimare la domanda che non risulta pienamente soddisfatta. Come evidenziato dalla Tabella che segue, questo *financing gap* è stato individuato a partire dalla stima del flusso di credito non bancario rivolto alle PMI pugliesi e dal fatto che circa il

39% delle domande delle PMI viene parzialmente soddisfatta (nella misura del 39%). È stato quindi possibile stimare la domanda complessiva che comprende anche la parte non soddisfatta e, conseguentemente, il *financing gap* pari a 52,3 € mln nel periodo di programmazione residuo.

Tabella 28 Stima della domanda solo parzialmente soddisfatta

Stima della domanda solo parzialmente soddisfatta		
Dati in €		
Credito non bancario erogato alle PMI in Puglia ¹	28.200.000	A
Percentuale di PMI che non ottengono il totale del credito (%) ²	39%	B
Domanda di credito solo parzialmente soddisfatta	11.033.250	C=A*B
Percentuale di credito ottenuto (%) ³	39%	D
Credito ipotetico richiesto	28.472.903	E=C/D
<i>Financing gap</i> annuo (€)	17.439.653	F=E-C
Numero di anni al termine della programmazione 2014-2020	3	G
<i>Financing gap</i> periodo di programmazione (€)	52.318.960	H=F*G

I dati di input sono riportati in blu

Nota: (1) AIFI (2017) - Rapporto Private Debt

(2) Valore ponderato medio emerso dalla consultazione pubblica

(3) Valore ponderato medio emerso dalla consultazione pubblica

Stima della domanda di credito insoddisfatta

Come mostrato nella Tabella 29, la domanda di credito insoddisfatta può essere quantificata come la somma algebrica della domanda di credito solo parzialmente soddisfatta e quella totalmente respinta. Si stima, pertanto, che la domanda di credito insoddisfatta in Puglia sia pari a circa 97 € mln nel periodo di programmazione.

Tabella 29 Stima della domanda insoddisfatta complessiva

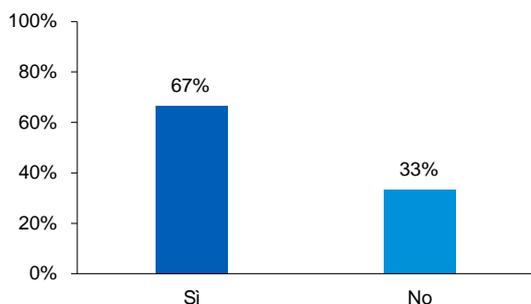
Stima della domanda insoddisfatta	
Dati in €	
Domanda totalmente respinta perché economicamente e finanziariamente non sostenibile	44.724.841
Domanda solo parzialmente soddisfatta	52.318.960
Domanda insoddisfatta periodo di programmazione	97.043.800

Stima e analisi della domanda inespressa

Al fine di stimare la domanda potenziale delle PMI in Puglia è opportuno stimare anche la cd. domanda inespressa, ovvero la domanda che, a causa del clima di incertezza o di altri fattori specifici e congiunturali, non viene espressa e formalizzata da parte dei potenziali richiedenti.

Anche in questo caso, le analisi sull'esistenza e quantificazione della domanda inespressa sono state effettuate mediante un approccio "*evidence-based*", come spiegato nelle precedenti sezioni. In particolare, sulla base delle evidenze derivanti dalla consultazione pubblica (vedi Figura 20), emerge che in Puglia sia presente una domanda inespressa.

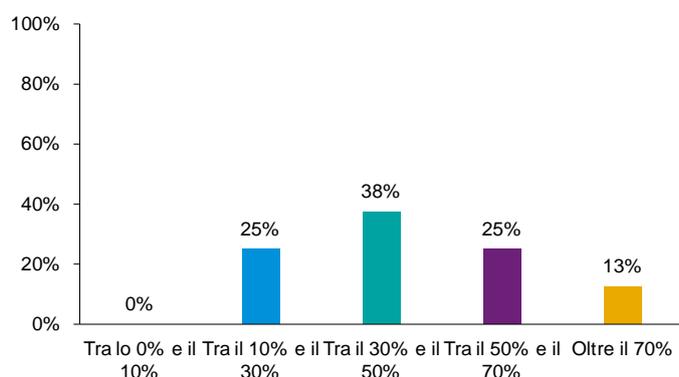
Figura 29 Ritiene che in Puglia vi siano imprese che, seppur economicamente e finanziariamente sostenibili, non richiedono fonti di finanziamento alternative al credito bancario per il timore di non ottenere sufficienti risorse e/o per il clima di incertezza?



Totale rispondenti alla domanda: 12

Come evidenziato dalla Figura 30, i rispondenti al questionario ritengono che la domanda di credito inespressa rappresenti circa il 46% della domanda accolta delle imprese.

Figura 30 Che percentuale ricopre l'ammontare di fonti di finanziamento non richieste per questi motivi rispetto all'ammontare totale di fonti di finanziamento diverse dal credito bancario concesse alle PMI?



Totale rispondenti alla domanda: 8

(1) Il quesito è stato posto solamente al campione (67%) che ha risposto affermativamente al quesito di cui in Figura 29.

Valore medio ponderato:

46%

Sulla base di tali evidenze si è proceduto a quantificare la domanda inespressa che potrebbe rappresentare un fallimento di mercato e un *financing gap* da colmare per favorire lo sviluppo regionale.

Partendo dal flusso di credito non bancario alle PMI pugliesi e dal fatto che circa il 46% delle domande delle PMI risulta inespressa, si è proceduto a quantificare la domanda inespressa e il conseguente *financing gap* pari a circa 47,4 € mln per l'intero periodo di programmazione.

Tabella 30 Stima della domanda di credito inespressa

Stima della domanda di credito inespressa		
Dati in €		
Credito non bancario erogato alle PMI in Puglia ¹	28.200.000	A
Percentuale di domanda di credito inespressa (%) ²	46%	B
Percentuale di domanda di credito espressa (%)	54%	C=1-B
Domanda complessiva	52.343.387	D=A/C
Percentuale di domanda inespressa che potrebbe non essere sostenibile (%) ³	35%	E
Domanda inespressa non sostenibile	8.349.588	F=D*B*E
Domanda complessiva ammissibile annua	43.993.799	G=D-F
<i>Financing gap</i> annuo	15.793.799	H=G-A
Numero di anni al termine della programmazione 2014-2020	3	I
<i>Financing gap</i> periodo di programmazione	47.381.398	L=H*I

I dati di input sono riportati in blu.

Nota: (1) AIFI (2017) - Rapporto Private Debt

(2) Valore ponderato medio emerso dalla consultazione pubblica

(3) Valore ponderato medio emerso dalla consultazione pubblica

Stima e quantificazione del fallimento di mercato (*financing gap*)

In coerenza con la metodologia BEI, per il completamento dell'analisi dei fallimenti di mercato è opportuno quantificare il *financing gap* di mercato, definito come la parte di domanda potenziale che, in termini prospettici, non risulta soddisfatta dall'offerta a causa di un fallimento di mercato.

Come risulta dalle analisi realizzate, il *financing gap* per le PMI nell'arco di programmazione risulta essere pari a 144,4 € mln, di cui 97 € mln legati alla domanda insoddisfatta e 47,4 € mln alla domanda inespressa.

Infine, si evidenzia che la Regione Puglia intende avviare a tale fallimento di mercato mediante la predisposizione di uno SF costituito dalla combinazione di SF nella forma di dotazione finanziaria, garanzia di portafoglio e sovvenzioni dirette per favorire l'emissione di obbligazioni da parte delle PMI pugliesi.

Figura 31 *Financing gap*



5.2.1 Funzionamento dello SF Fondo Minibond Puglia

Il Fondo *Minibond* Puglia è uno SF finalizzato a favorire ed agevolare l'accesso al mercato del credito alternativo a quello bancario delle PMI in Puglia, favorendo la disintermediazione creditizia attraverso l'utilizzo di un canale alternativo a quello tradizionale bancario.

Nello specifico, la finalità dello strumento è quella di rendere disponibili alle imprese pugliesi risorse finanziarie destinate all'emissione di obbligazioni (*bond*) per finanziare i propri piani di investimento aziendale.

L'emissione dei *Bond* è destinata:

- c) alla realizzazione di investimenti in attivi materiali ed immateriali;
- d) al sostegno dell'attivo circolante, legato ad attività di sviluppo o espansione ausiliarie e correlate alle attività di cui alla precedente lettera a), la cui natura accessoria è documentata, tra l'altro dal piano aziendale della PMI e dall'importo dell'operazione.

Sarà selezionato un *Arranger* tramite procedura pubblica, la gestione dello SF.

L'*Arranger*, successivamente, individuerà società Emittenti e investitori istituzionali e Professionali-

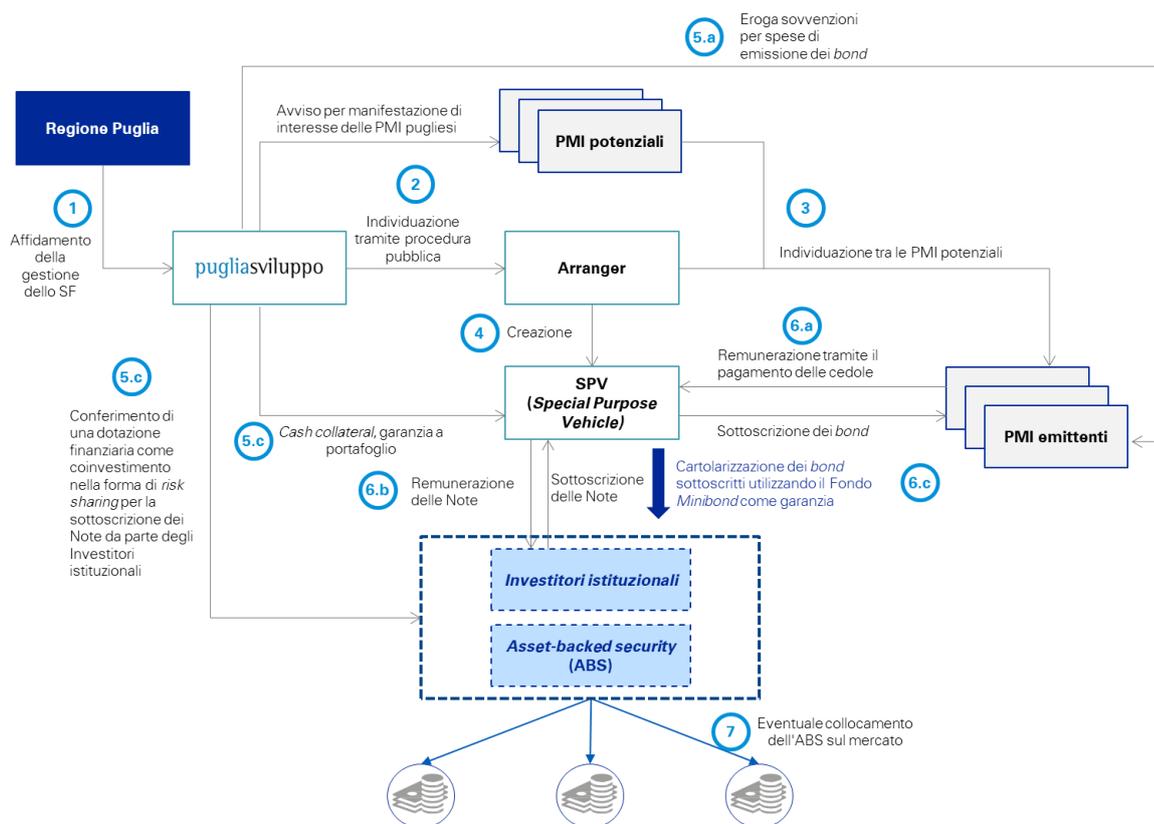
In secondo luogo, l'*Arranger* si occuperà della creazione di uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) che emette un *Asset Backed Security* (ABS) collegando emittenti e investitori.

L'intervento della Regione si sostanzia:

- 4) nel co-investimento, attraverso il conferimento di una dotazione finanziaria, nella forma di *risk sharing*, per la sottoscrizione dei *bond* da parte di uno o più investitori istituzionali.
- 5) nel fornire una garanzia di portafoglio a copertura delle prime perdite;
- 6) nell'erogare sovvenzioni dirette per la copertura parziale delle spese relative all'emissione dei *bond*.

L'importo del Basket Bond è pari alla somma degli importi dei singoli *bond*.

Figura 32 Funzionamento dello SF Fondo *Minibond* Puglia



5.2.2 Analisi quantitativa dello SF Fondo Minibond Puglia

Sulla base della stima dell'esistenza di un *financing gap* che limita la possibilità di accesso al mercato del credito diverso da quello bancario per 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 il *financing gap* (cd. "proporzionalità").

In coerenza con la metodologia BEI, per la valutazione quantitativa del valore aggiunto dello strumento vengono esaminati i seguenti aspetti:

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

Dotazione finanziaria

Per determinare le risorse che potranno essere utilizzate in Puglia a valere sullo SF è opportuno innanzitutto ipotizzare la dotazione finanziaria dello SF.

Alla luce dell'attuale esistenza di un consistente *financing gap*, si ipotizza una dotazione finanziaria dello SF pari a 77 € mln di cui il 50% finanziato mediante risorse europee, come sintetizzato nella Tabella 12.

Tabella 31 Dotazione finanziaria – Fondo *Minibond* Puglia

SF Fondo <i>Bond</i> Puglia Dotazione finanziaria			
Dati in €	Risorse complessive	Quota europea	di cui: Risorse europee
Dotazione finanziaria come co-investimento nella forma di <i>risk sharing</i> per la sottoscrizione <i>bond</i>	45.000.000	50%	22.500.000
Dotazione finanziaria come garanzia di portafoglio nella forma di <i>cash collateral</i>	30.000.000	50%	15.000.000
Sovvenzioni per spese di emissione <i>bond</i>	2.000.000	50%	1.000.000
Dotazione finanziaria complessiva	77.000.000	50%	38.500.000

I dati di input sono riportati in blu

Per la stima delle risorse assegnate allo strumento, è necessario procedere a stimare i costi di gestione di strumenti finanziari previsti dalla normativa comunitaria (art.13 comma 3 del Regolamento UE n. 480 del 2014):

- per uno strumento finanziario che fornisce garanzie, il 10% dell'importo complessivo dei contributi del programma versati allo strumento finanziario;
- per uno strumento finanziario che fornisce sovvenzioni, abbuoni di interesse o abbuoni di commissioni di garanzia in conformità all'articolo 37, paragrafo 7, del regolamento (UE) n. 1303/2013 il 6% dell'importo complessivo dei contributi del programma versati allo strumento finanziario. 13.5.2014 L 138/16 Gazzetta ufficiale dell'Unione europea IT.

I costi di gestione per lo SF nella forma di *risk-sharing* e nella forma di *cash collateral* si attestano entrambi al 10%, mentre per le sovvenzioni per le spese di emissione dei *bond* si applica il 6%, come riportato nella seguente tabella:

Tabella 32 Stima dei costi di gestione e della dotazione finanziaria residua – Fondo *Minibond* Puglia

Dotazione finanziaria al netto dei Costi di gestione		
Dati in €	Dot. Iniziale	
Dotazione finanziaria come co-investimento nella forma di <i>risk sharing</i> per la sottoscrizione <i>bond</i>	45.000.000	A
Dotazione finanziaria come garanzia di portafoglio nella forma di <i>cash collateral</i>	30.000.000	B
Sovvenzioni per spese di emissione <i>bond</i>	2.000.000	C
Percentuale di costi di gestione su prestiti (%) ¹	10%	D
Percentuale di costi di gestione su sovvenzioni (%) ²	6%	E
Costi di gestione sul co-investimento per la sottoscrizione <i>bond</i>	4.500.000	F=A* D
Costi di gestione sulla garanzia di portafoglio	3.000.000	G=B* D
Costi di gestione su sovvenzioni per spese <i>bond</i>	120.000	H=C* E
Dotazione finanziaria come co-investimento nella forma di <i>risk sharing</i> per la sottoscrizione <i>bond</i> al netto dei costi di gestione	40.500.000	I=A-F
Dotazione finanziaria come garanzia di portafoglio nella forma di <i>cash collateral</i> al netto dei costi di gestione	27.000.000	L=B-G
Sovvenzioni per spese di emissione <i>bond</i> al netto dei costi di gestione	1.880.000	M=C-H
Totale costi di gestione	7.620.000	N=F+G+H
Dotazione residua	69.380.000	O=I+L+M

I dati di input sono riportati in blu.

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

(2) Ibidem

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 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*¹⁹.

L'effetto leva può essere dunque calcolato come il rapporto tra l'ammontare della dotazione finanziaria di cui potranno beneficiare i destinatari finali e l'ammontare investito da parte delle Istituzioni Europee.

In questo caso, la dotazione finanziaria considerata corrisponde alla somma della dotazione finanziaria come co-investimento nella forma di *risk-sharing* per la sottoscrizione *bond* e il contributo degli investitori istituzionali, escludendo le sovvenzioni erogate per sostenere le spese di emissione dei *bond*.

Tabella 33 Totale delle risorse complessive dello SF Fondo *Minibond* Puglia

Risorse complessive dello SF			
Dati in €			
Dotazione finanziaria come co-investimento nella forma di <i>risk sharing</i> per la sottoscrizione <i>bond al netto dei costi di gestione</i>	40.500.000		A
Dotazione finanziaria come garanzia di portafoglio nella forma di <i>cash collateral al netto dei costi di gestione</i>	27.000.000		B
Percentuale non coperta dalla quota di <i>risk sharing</i> (%)	30%		C
Contributo degli investitori istituzionali	17.357.143		D=A/(1-C)-A
Totale delle risorse dello SF	84.857.143		E=A+B+D

I dati di input sono riportati in blu.

L'effetto leva stimato è, come riportato nella tabella 34, pari a circa 2,26.

Tabella 34 Effetto leva – Fondo *Minibond* Puglia

Effetto leva		
Dati in €		
Risorse complessive	84.857.143	A
Risorse europee	37.500.000	B
Effetto leva	2,26	C=A/B

I dati di input sono riportati in blu.

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 disporre di ulteriori risorse per finanziare gli interventi a favore dei soggetti target. Tale caratteristica permette di generare un potenziale maggior impatto finanziario dello SF rispetto

¹⁹ Nello SF Fondo *Minibond* Puglia non è stato previsto nessun effetto *revolving* poiché i flussi di cassa ricevuti costituiti dai *coupon* dei *bond* sottoscritti serviranno per remunerare le *note* emesse dal Fondo per la fase di cartolarizzazione.

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 Fondo *Minibond* Puglia, le risorse pubbliche e private aggiuntive derivano dal coinvolgimento degli investitori istituzionali, in una misura pari al 30%.

Le risorse pubbliche e private che lo SF ha la possibilità di raccogliere, calcolate come la differenza tra il totale dei fondi raccolti e la dotazione iniziale del fondo al netto dei costi di gestione, sono stimate circa 17,3 € mln. È opportuno precisare che per lo SF Fondo *Minibond* Puglia non vengono mobilitate risorse pubbliche aggiuntive.

Tabella 35 Risorse pubbliche e private aggiuntive – Fondo *Minibond* Puglia

Risorse pubbliche e private aggiuntive		
Dati in €		
Dotazione finanziaria come co-investimento nella forma di <i>risk sharing</i>	40.500.000	A
Dotazione finanziaria come garanzia di portafoglio nella forma di <i>cash collateral</i>	27.000.000	B
Agevolazioni totali	67.500.000	C=A+B
Percentuale non coperta dalla quota di <i>risk sharing</i> (%)	30%	D
Contributo di investitori istituzionali	17.357.143	E=A/(1-D)-A
Fondi totali	84.857.143	F=C+E
Risorse pubbliche e private aggiuntive	17.357.143	G=F-C

I dati di input sono riportati in blu.

Per la dotazione finanziaria utilizzata per il co-investimento in *bond* (*risk-sharing*) si ipotizza un *tranching* biennale, come riportato nella Tabella 36.

Inoltre, il taglio medio per ogni emissione è ipotizzato pari a 5 € mln.

Tabella 36 Stima delle sottoscrizioni di *bond* annue al netto dei costi di gestione – Fondo *Minibond* Puglia

Sottoscrizioni <i>bond</i> a valere sullo SF Fondo <i>Bond</i> Puglia		
Dati in €	2019	2020
Sottoscrizioni annue	28.928.571	28.928.571
Capitale sottoscritto cumulato annuo	28.928.571	57.857.143

I dati di input sono riportati in blu.

Ipotizzando un tasso di *default* annuo in termini di numero di imprese dell'8% (e del 50% complessivo per il periodo di riferimento), il flusso di garanzie di portafoglio (*cash collateral*) risulta sufficientemente sostenibile per coprire le prime perdite del fondo (fino ad un massimo dell'80% delle perdite).

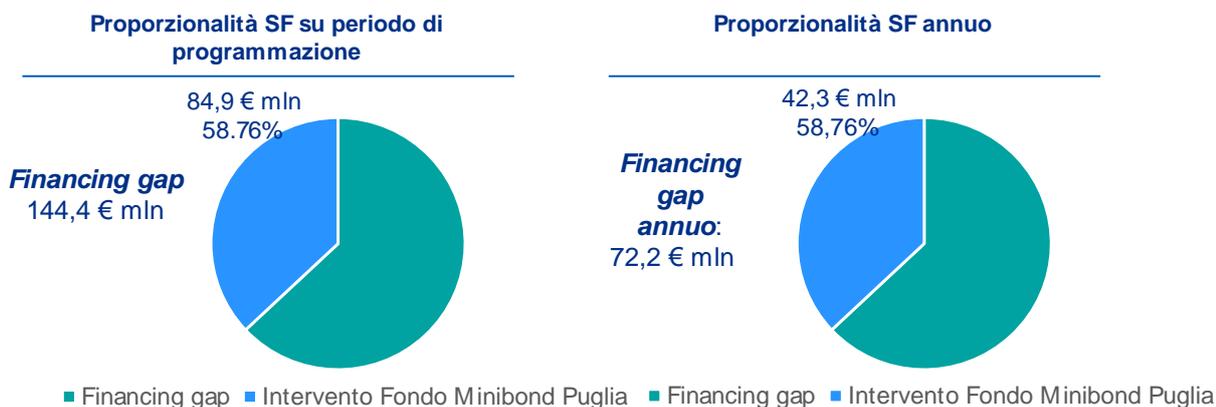
5.2.3 Proporzionalità dell'intervento dello strumento finanziario

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 al *financing gap* individuato.

Per valutare la proporzionalità dell'intervento è necessario rapportare il valore dei fondi raccolti 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 58,76% del *financing gap*, come mostrato nella Figura 33.

Figura 33 Proporzionalità dell'intervento dello SF Fondo Minibond Puglia



5.2.4 Sintesi

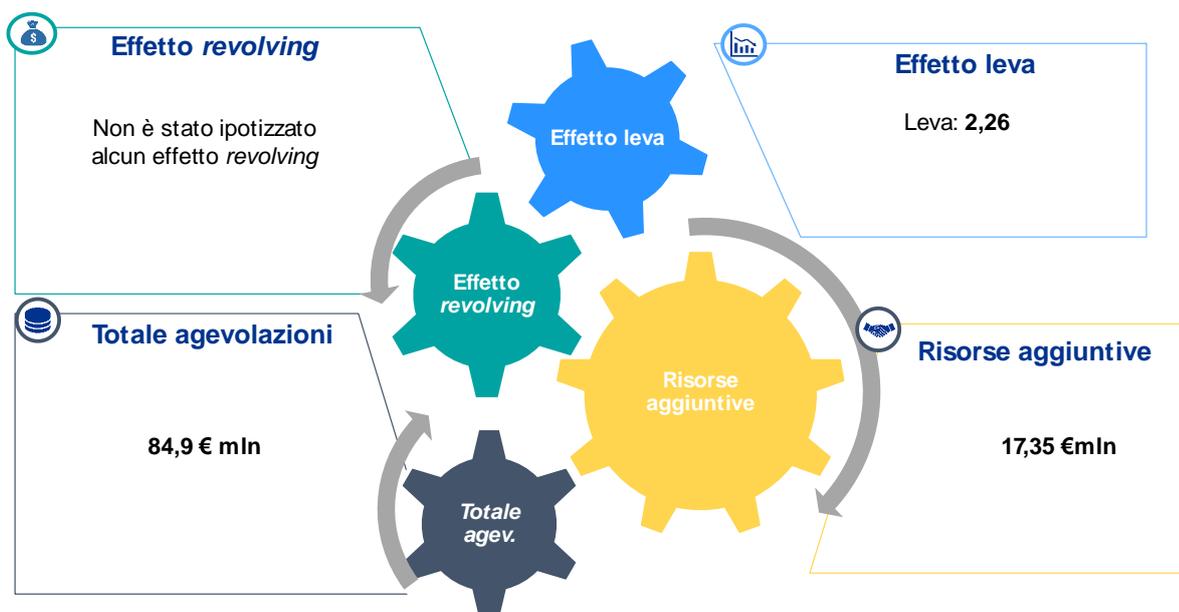
Lo SF Fondo Minibond Puglia consentirebbe di limitare notevolmente il fallimento di mercato facilitando l'accesso al mercato obbligazionario PMI pugliesi, sostenendo la crescita economica e sociale della Regione Puglia.

Nello specifico, lo SF Fondo Minibond Puglia consente, nel periodo di operatività dello strumento, di erogare a favore dei beneficiari finali agevolazioni per un valore di circa 84,9 € mln (di cui 27 € mln nella forma di *cash collateral*, e 57,9 € mln nella forma di *risk-sharing* per la sottoscrizione di *bond*).

L'intervento e l'impatto dello SF consente di colmare, in ottica prospettica, gran parte del fallimento di mercato, per una percentuale pari al 58,76% del *financing gap*.

La Figura 25 illustra in maniera sintetica i principali elementi del valore aggiunto generato dallo SF.

Figura 34 Sintesi della valutazione quantitativa dello SF Fondo Minibond Puglia



5.3 Osservazioni finali

In conclusione, attraverso le analisi effettuate e presentate nel documento, è stato possibile in primo luogo stimare la dimensione del fallimento di mercato che limita l'accesso al mercato del capitale di rischio per le *start-up* e MPMI pugliesi, e limita l'accesso al mercato del credito diverso dal credito bancario per le PMI pugliesi, concorrendo, per tale via, a frenare le possibilità di sviluppo dell'economia del territorio, e, in secondo luogo, valutare quantitativamente l'efficacia degli SF, Fondi *Equity* e Fondo Minibond Puglia

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 294,6 € mln per quanto riguarda l'*equity gap*, e di 144,4 € mln per quanto riguarda il *financing gap*, stimato sulla base dei risultati ottenuti attraverso la ricerca desk, in particolare per quanto riguarda lo SF Fondi *Equity*, e la consultazione pubblica, in particolare per lo SF Fondo Minibond Puglia.

Gli SF oggetto di analisi consentono in ottica prospettica di colmare, nell'arco di programmazione, circa il 4,57% dell'*equity gap* per quanto riguarda lo SF Fondi *Equity*, e, in maniera molto più rilevante, il 58,76% del *financing gap* per quanto riguarda lo SF Fondo Minibond Puglia, colmando in maniera netta un mercato, quello dei *Bond* per le PMI pugliesi, quasi inesistente.

CAPITOLO 6. ANALISI DELLE IMPLICAZIONI DELLO STRUMENTO FINANZIARIO RISPETTO ALLA NORMATIVA DEGLI AIUTI DI STATO.

L'art. 37 del Regolamento UE n. 1303/2014 prevede che nella valutazione ex ante siano presi in considerazione i potenziali impatti in materia di aiuti di Stato. La valutazione deve in particolare esaminare lo strumento finanziario analizzando i passaggi procedurali previsti per la sua istituzione e verificare i profili della conformità alle regole del mercato e della disciplina degli aiuti applicabile, ovvero:

- Se rientra nella disciplina del regolamento de minimis;
- Se rientra nella disciplina del GBER (Regolamento UE n. 651/2014) che definisce categorie di aiuti di Stato compatibili con il mercato ed esenti dall'obbligo di notifica;
- Se si prevede un'eventuale procedura di notifica, con successiva approvazione da parte della Commissione della compatibilità dell'aiuto con il mercato prima dell'implementazione dello Strumento Finanziario.

Nella parte che segue si valuta l'esistenza di eventuali vantaggi concorrenziali ed il relativo impatto sulle regole degli aiuti di Stato rispetto ai differenti livelli nel quale agisce il funzionamento dello strumento finanziario.

6.1 Aiuti agli investitori

Nel rispetto dei principi dettati dalla normativa comunitaria applicabile, per evitare la presenza di aiuti a livello degli intermediari (parità di trattamento), al fine di trasferire l'intero vantaggio ai beneficiari finali, la Regione Puglia potrà costituire i Fondi attraverso il versamento di risorse a valere sul PO FESR su un conto corrente dedicato intestato al soggetto gestore individuato secondo i criteri previsti dalla normativa comunitaria e nazionale, come meglio descritto nel capitolo 10, paragrafo 1.

A questo livello l'eventuale intervento di investitori privati che forniscono un loro contributo alla costituzione del fondo sarà regolato da una selezione degli investitori tramite gara pubblica. Il conferimento effettuato da parte dell'Amministrazione pubblica sarà effettuato in linea con le normali condizioni di mercato al fine di non arrecare un vantaggio per la controparte.

6.2 Aiuti a intermediari finanziari gestori del fondo

Al fine di individuare il soggetto gestore presso cui costituire il fondo, è necessario che siano rispettate le prescrizioni di cui agli orientamenti per gli Stati membri sui criteri di selezione degli organismi che attuano gli strumenti finanziari (Comunicazione della Commissione 2016/C 276/01).

Laddove fosse necessario selezionare degli intermediari finanziari che fungano da tramite per il trasferimento degli aiuti ai beneficiari finali, il soggetto gestore del Fondo dovrà selezionare gli intermediari finanziari attraverso una procedura di selezione aperta, trasparente, non discriminatoria e obiettiva ai sensi del D. Lgs. n. 50/2015. Si dovrà assicurare che la Regione selezionerà intermediari finanziari che nell'offerta tecnica dimostreranno che la strategia di

investimento che propongono è commercialmente valida e comprende un'adeguata politica di sviluppo. Tale procedura di gara prevede tra i criteri di selezione, come condizione pregiudiziale per la partecipazione, quello di offrire tassi di remunerazione in linea con gli attuali livelli di mercato in situazioni comparabili, così evitando vantaggi concorrenziali e scongiurando il rischio di concessione di aiuti di Stato agli intermediari finanziari. Inoltre, tra i criteri di selezione, ove previsto, si dovrà prevedere anche la capacità dell'intermediario finanziario di offrire risorse proprie nel finanziamento del rischio.

I costi di gestione dovranno essere contenuti entro i tetti previsti dagli articoli 12 e 13 del Regolamento UE n. 480/2014.

In particolare, si esclude di essere in presenza di aiuti a livello di intermediario finanziario allorché:

- L'intermediario finanziario e l'autorità di gestione sostengano in qualsiasi momento le perdite e i profitti in proporzione ai loro contributi (*pro rata*) e vi sia una partecipazione economicamente significativa all'intermediario finanziario al prestito con condivisione del rischio;
- La remunerazione (ossia i costi e/o le commissioni di gestione) dell'intermediario finanziario rispecchi la remunerazione corrente di mercato in situazioni paragonabili, il che avviene quando l'intermediario sia stato selezionato mediante una procedura di selezione aperta, trasparente, non discriminatoria e obiettiva o se la remunerazione sia in linea con gli articoli 12 e 13 del regolamento delegato (UE) n. 480/2014 e lo Stato non conceda vantaggi.
- Il vantaggio finanziario del contributo pubblico del programma allo strumento viene interamente trasferito ai destinatari finali sotto forma di una riduzione del tasso di interesse. A norma dell'art. 7, paragrafo 2, del regolamento delegato UE n. 480/2014 l'Autorità di gestione nel selezionare l'intermediario finanziario, valuta la politica dei prezzi e la metodologia volta a trasferire il vantaggio finanziario ai destinatari finali. Laddove l'intermediario finanziario non trasferisca interamente il vantaggio finanziario ai destinatari finali, il contributo pubblico non erogato viene ritrasferito all'Autorità di gestione.

6.3 Aiuti ai beneficiari finali.

Per gli strumenti di cui alla presente valutazione, il sostegno assume la forma di prestiti nella forma del *Risk sharing*, delle garanzie di portafoglio, di equity e di sovvenzioni dirette.

Gli aiuti saranno concessi nel quadro delle categorie di aiuto compatibili con il mercato comune ai sensi del Regolamento UE n. 651/2013 oppure nel quadro del regime *de minimis* ai sensi del Regolamento UE n. 1407/2013.

In buona sostanza, le implicazioni in materia di aiuti di stato si possono rilevare nella fase di concessione dell'agevolazione al beneficiario finale da parte degli intermediari finanziari. In tale fase e precisamente nell'avviso pubblico rivolto ai beneficiari, dovrà essere presente un riferimento alla

scelta effettuata relativamente all'applicazione del regime *de minimis* ai sensi del Regolamento UE n. 1407/2013 e/o del regime previsto nel Regolamento UE n. 651/2014 (GBER).

Con riferimento allo strumento conforme alle garanzie di portafoglio, ai sensi del Regolamento di esecuzione UE n. 964/2014, si evidenzia che le garanzie di portafoglio ed il prestito sono conformi al regime *de minimis*. Sono concepiti come strumenti *senza aiuti di Stato; in altre parole, la remunerazione conforme al mercato per l'intermediario finanziario, il trasferimento completo del vantaggio finanziario dell'intermediario finanziario ai destinatari finali e il finanziamento fornito ai destinatari finali rientrano nell'ambito del regolamento de minimis applicabile.*

Di seguito si riportano le condizioni e le intensità di aiuto massimo previste dalla disciplina UE concedibili attraverso i prodotti finanziari che la Regione intende implementare con l'attivazione degli strumenti finanziari di cui alla presente valutazione.

Regime de minimis

Ai sensi dell'art. 3 del Regolamento UE n. 1407/2013, le misure di aiuto che soddisfano le condizioni di cui al medesimo Regolamento de minimis sono considerate misure esenti dall'obbligo di notifica di cui all'articolo 108, paragrafo 3, del trattato.

L'importo complessivo degli aiuti «de minimis» concessi da uno Stato membro a un'impresa unica non può superare 200 000 EUR nell'arco di tre esercizi finanziari. L'importo si riduce a € 100.000 per le imprese che operano nel settore dei trasporti.

Sono esenti dall'obbligo di notifica esclusivamente gli aiuti trasparenti, ossia gli aiuti per i quali è possibile calcolare con precisione l'equivalente sovvenzione lordo ex ante senza che sia necessario effettuare una valutazione dei rischi. Ai sensi dell'art. 4, paragrafo 3, del Regolamento 1407/2013, gli aiuti concessi sotto forma di prestiti sono considerati aiuti "de minimis" trasparenti se:

- a) il beneficiario non è oggetto di procedura concorsuale per insolvenza o non soddisfa le condizioni previste dal diritto nazionale per l'apertura nei suoi confronti di una tale procedura su richiesta dei suoi creditori.
- b) il prestito è assistito da una garanzia pari ad almeno il 50 % dell'importo preso in prestito e ammonta a € 1.000.000 (o € 500.000 per le imprese che effettuano trasporto di merci su strada) su un periodo di cinque anni oppure a € 500.000 (o € 250.000 per le imprese che effettuano trasporto di merci su strada) su un periodo di dieci anni; se un prestito è inferiore a tali importi e/o è concesso per un periodo inferiore rispettivamente a cinque o dieci anni, l'equivalente sovvenzione lordo di tale prestito viene calcolato in proporzione al massimale pertinente (€ 200.000 o € 100.000 per le imprese che effettuano trasporto di merci su strada); oppure
- c) l'equivalente sovvenzione lordo è stato calcolato sulla base del tasso di riferimento applicabile al momento della concessione.

Ai sensi dell'art. 4, paragrafo 6, del medesimo Regolamento UE n. 1407/2013, gli aiuti concessi sotto forma di garanzie sono considerati aiuti «de minimis» trasparenti se:

a) il beneficiario non è oggetto di procedura concorsuale per insolvenza o non soddisfa le condizioni previste dal diritto nazionale per l'apertura nei suoi confronti di una tale procedura su richiesta dei suoi creditori. Nel caso di grandi imprese, il beneficiario si trova in una situazione comparabile a un rating del credito pari almeno a B-; e

b) la garanzia non eccede l'80 % del prestito sotteso e ha un importo garantito di 1 500 000 EUR (o 750 000 EUR per le imprese che effettuano trasporto di merci su strada) e una durata di cinque anni o un importo garantito di 750 000 EUR (o 375 000 EUR per le imprese che effettuano trasporto di merci su strada) e una durata di dieci anni; se l'importo garantito è inferiore a tali importi e/o la garanzia è concessa per un periodo inferiore rispettivamente a cinque o dieci anni, l'equivalente sovvenzione lordo di tale garanzia viene calcolato in proporzione al massimale pertinente di cui all'articolo 3, paragrafo 2; oppure

c) l'equivalente sovvenzione lordo è stato calcolato in base ai premi «esenti» di cui in una comunicazione della Commissione; oppure

d) prima dell'attuazione dell'aiuto,

i) il metodo di calcolo dell'equivalente sovvenzione lordo relativo alla garanzia è stato notificato alla Commissione a norma di un regolamento da questa adottato nel settore degli aiuti di Stato in vigore in quel momento e accolto dalla Commissione come conforme alla comunicazione sulle garanzie o a comunicazioni successive, e

ii) tale metodo si riferisce esplicitamente al tipo di garanzia e al tipo di operazioni sottese in questione nel contesto dell'applicazione del presente regolamento.

L'articolo 6 del Regolamento UE 1407/2014, precisa che gli aiuti "de minimis" possono essere cumulati con aiuti "de minimis" concessi a norma di altri regolamenti "de minimis" a condizione che non superino il massimale pertinente di cui all'articolo 3, paragrafo 2, del medesimo regolamento.

Gli aiuti "de minimis" non sono cumulabili con aiuti di Stato concessi per gli stessi costi ammissibili o con aiuti di Stato relativi alla stessa misura di finanziamento del rischio se tale cumulo comporta il superamento dell'intensità di aiuto o dell'importo di aiuto più elevati fissati, per le specifiche circostanze di ogni caso, in un regolamento d'esenzione per categoria o in una decisione adottata dalla Commissione. Gli aiuti "de minimis" che non sono concessi per specifici costi ammissibili o non sono a essi imputabili possono essere cumulati con altri aiuti di Stato concessi a norma di un regolamento d'esenzione per categoria o di una decisione adottata dalla Commissione.

Sulla scorta della disciplina del Regolamento (UE) n. 1407/2014, la Regione Puglia ha emanato il Regolamento Regionale 1 agosto 2014, n. 15, Regolamento per la concessione di aiuti di importanza minore (*de minimis*) alle PMI.

Regime di aiuti in esenzione

Gli aiuti che soddisfano tutte le condizioni sia generali che specifiche previste dal Regolamento (UE) n. 651/2014 (*General Block Exemption Regulation – GBER*) per le diverse categorie di aiuti previste sono esentati dall'obbligo di notifica di cui all'articolo 108, paragrafo 3, del trattato, purché non superino le soglie previste per le specifiche tipologie di aiuto (“soglie di notifica”).

Per verificare il rispetto delle soglie di notifica e le intensità massime di aiuto, si tiene conto dell'importo totale degli aiuti di Stato a favore dell'attività, del progetto o dell'impresa sovvenzionati.

Il GBER si applica solo agli aiuti riguardo ai quali è possibile calcolare con precisione l'equivalente sovvenzione lordo *ex ante* senza che sia necessario effettuare una valutazione dei rischi (“aiuti trasparenti”). Con riferimento ai prestiti sono considerati trasparenti gli aiuti il cui equivalente sovvenzione lordo è stato calcolato sulla base del tasso di riferimento prevalente al momento della concessione.

Gli aiuti con costi ammissibili individuabili esentati ai sensi del presente regolamento possono essere cumulati:

- a) con altri aiuti di Stato, purché le misure riguardino diversi costi ammissibili individuabili;
- b) con altri aiuti di Stato, in relazione agli stessi costi ammissibili — in tutto o in parte coincidenti — unicamente se tale cumulo non porta al superamento dell'intensità di aiuto o dell'importo di aiuto più elevati applicabili all'aiuto in questione in base al medesimo regolamento GBER.

Gli aiuti per il finanziamento del rischio senza costi ammissibili individuabili esentati possono essere cumulati con qualsiasi altra misura di aiuto di Stato con costi ammissibili individuabili.

Gli aiuti senza costi ammissibili individuabili possono essere cumulati con altri aiuti di Stato senza costi ammissibili individuabili fino alla soglia massima pertinente di finanziamento totale fissata per le specifiche circostanze disciplinate dal medesimo regolamento GBER o da un altro regolamento di esenzione per categoria o da una decisione adottata dalla Commissione.

Gli aiuti di Stato esentati non possono essere cumulati con aiuti “*de minimis*” relativamente agli stessi costi ammissibili se tale cumulo porta a un'intensità di aiuto superiore ai livelli stabiliti da un regolamento di esenzione.

Sulla scorta della disciplina del Regolamento (UE) n. 651/2014, la Regione Puglia ha emanato il Regolamento Regionale 30 settembre 2014, n. 17 per gli aiuti compatibili con il mercato interno ai sensi del TFUE (Regolamento regionale della Puglia per gli aiuti in esenzione).

In particolare, con riferimenti agli strumenti finanziari, si richiamano gli articoli 21 e 24 del Regolamento GBER e gli articoli 61 e 63 del Regolamento Regionale n. 17/2014.

Per quanto riguarda lo strumento finanziario nella forma dell'Equity si evidenzia che il Regolamento UE n. 1157/2016 (cd. Off the shelf) riporta che gli investimenti dello strumento di coinvestimento sono ritenuti strumenti che comportano aiuti di Stato, considerati compatibili con il mercato interno ed esentati dall'obbligo di notifica purché siano soddisfatte le condizioni di compatibilità di cui all'articolo 21 del regolamento (UE) n. 651/2014. La presenza di aiuti di Stato è valutata a livello del fondo di fondi, dell'intermediario finanziario, degli investitori privati e dei destinatari finali.

CAPITOLO 7. RISULTATI ATTESI E INDICATORI. DEFINIZIONE DELLE STRUTTURE DI GOVERNANCE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI

Secondo quanto previsto dall'art. 37, paragrafo 2, lett. f), del Regolamento (UE) n. 1303/2013, nell'ambito di questo capitolo si intende dare un'indicazione sulle modalità attraverso le quali gli strumenti finanziari possono contribuire al conseguimento degli obiettivi specifici della relativa priorità, fornendo informazioni in merito agli indicatori per tale contributo ed agli aspetti regolamentari da tenere presente nella fase di gestione degli strumenti finanziari.

7.1 Identificazione del soggetto gestore

Come è specificato dagli "Orientamenti per gli Stati membri sui criteri di selezione degli organismi che attuano gli strumenti finanziari"²⁰, al fine di attuare gli strumenti finanziari per il perseguimento degli obiettivi del programma, l'Autorità di Gestione può assumere direttamente compiti di esecuzione oppure investire nel capitale di un'entità giuridica nuova o già esistente o ancora affidare compiti di esecuzione ad altri organismi²¹. In quest'ultimo caso, l'art. 38, paragrafo 4, lettera b) del Regolamento (UE) 1303/2013 prevede varie possibilità di affidamento dei compiti di esecuzione degli strumenti finanziari:

- i) designazione della BEI e/o del FEI²²;
- ii) designazione di un istituto finanziario internazionale;
- iii) designazione di un organismo di diritto pubblico o privato – Affidamento *in house*²³.

Gli strumenti finanziari possono essere attuati attraverso una struttura, con o senza un fondo dei fondi. Nel caso in cui gli strumenti finanziari siano attuati attraverso una struttura che includa un fondo dei fondi, generalmente saranno selezionati due livelli di organismi: l'organismo che attua il fondo dei fondi e gli organismi che attuano il prodotto/i di strumenti finanziari specifici, ovvero gli intermediari finanziari. L'Autorità di gestione decide in merito alla struttura esecutiva più adeguata, tenendo conto degli elementi della valutazione ex ante di cui all'articolo 37, paragrafo 2, del Regolamento (UE) 1303/2013.

Il Regolamento (UE) 1303/2013 individua vari tipi di entità a cui sia possibile affidare i compiti di esecuzione degli strumenti finanziari attraverso l'Autorità di gestione senza specificare le procedure da attuare per tale affidamento.

Tuttavia l'articolo 37, paragrafo 1, del Regolamento (UE) 1303/2013 richiama i principi generali a cui le Autorità di gestione devono adempiere, anche allorché selezionano gli organismi che attuano gli

²⁰ Comunicazione della Commissione Europea (2016/C 276/01).

²¹ Cfr. articolo 38, paragrafo 4, lettere a), b) e c), del Regolamento (UE) 1303/2013.

²² Cfr. paragrafi 3.2 e 3.3 degli Orientamenti per gli Stati membri sui criteri di selezione degli organismi che attuano gli strumenti finanziari.

²³ Cfr. paragrafo 3.5 degli Orientamenti per gli Stati membri sui criteri di selezione degli organismi che attuano gli strumenti finanziari.

strumenti finanziari: esse devono rispettare il diritto applicabile, in particolare in materia di aiuti di stato e di aggiudicazione degli appalti pubblici e sono pertanto responsabili di garantire il rispetto di tutte le norme applicabili in relazione alla selezione degli organismi che attuano gli strumenti finanziari.

A norma dell'articolo 38, paragrafo 4, del Regolamento (UE) 1303/2013, gli organismi che attuano gli strumenti finanziari sono tenuti a garantire il rispetto del diritto applicabile. L'articolo 38, paragrafo 5 del CPR che richiama i principi del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFEU), prevede, inoltre, che gli intermediari finanziari sono selezionati mediante procedure aperte, trasparenti, proporzionate e non discriminatorie, tali da evitare conflitti di interessi.

Gli Orientamenti precisano che i servizi effettuati dagli organismi che attuano gli strumenti finanziari, istituiti in forza del quadro normativo dei fondi SIE, rientrano nell'ambito di applicazione delle norme e dei principi in materia di appalti pubblici. Pertanto, la selezione di tali entità (sia gli organismi che attuano i fondi di fondi che gli intermediari finanziari) osserva il diritto applicabile.

A decorrere dal 18 aprile 2016 le Amministrazioni aggiudicatrici sono tenute ad applicare le disposizioni della direttiva 2014/24/UE. Sulla base della giurisprudenza della Corte di giustizia europea (CGUE), la direttiva 2014/24/UE disciplina specificamente l'affidamento dei compiti a entità pubbliche possedute e controllate da un'amministrazione aggiudicatrice (cooperazione verticale, o «interna») e la cooperazione interamministrativa (cooperazione orizzontale).

Secondo quanto stabilito dall'art. 7 del Regolamento delegato (UE) n. 480/2014, al momento della selezione di un organismo chiamato ad attuare uno strumento finanziario in conformità all'articolo 38, paragrafo 4, lettera a) e all'articolo 38, paragrafo 4, lettera b), punti ii) e iii), del Regolamento (UE) n. 1303/2013, l'Autorità di gestione deve accertarsi che tale organismo soddisfi i seguenti requisiti minimi:

- a) diritto a svolgere i pertinenti compiti di esecuzione a norma del diritto nazionale e dell'Unione;
- b) adeguata solidità economica e finanziaria;
- c) adeguate capacità di attuazione dello strumento finanziario, compresi una struttura organizzativa e un quadro di *governance* in grado di fornire le necessarie garanzie all'Autorità di gestione;
- d) esistenza di un sistema di controllo interno efficiente ed efficace;
- e) uso di un sistema di contabilità in grado di fornire tempestivamente dati precisi, completi e attendibili;
- f) accettazione degli audit effettuati dagli appositi organismi degli Stati membri, della Commissione e della Corte dei conti europea.

Qualora uno strumento finanziario sia attuato a norma dell'articolo 38, paragrafo 4, lettere a) e b), i termini e le condizioni per i contributi allo strumento finanziario dovranno essere definiti in Accordi

di Finanziamento, in maniera conforme all'Allegato IV del Regolamento (UE) 1303/2013, che saranno sottoscritti tra la Regione Puglia e il soggetto gestore, ai sensi dell'Allegato IV del Regolamento (UE) n. 1303/2013 i cui contenuti sono riportati di seguito:

- a) la strategia o la politica d'investimento compresi le modalità di attuazione, i prodotti finanziari da offrire, i destinatari finali che si intende raggiungere e, se del caso, la combinazione prevista con il sostegno sotto forma di sovvenzioni;
- b) un piano aziendale o documenti equivalenti per lo strumento finanziario da attuare, compreso l'effetto leva previsto di cui all'articolo 37, paragrafo 2, lettera c);
- c) i risultati prefissati che lo strumento finanziario interessato dovrebbe raggiungere per contribuire agli obiettivi specifici e ai risultati della priorità pertinente;
- d) le disposizioni per il controllo dell'attuazione degli investimenti e dei flussi delle opportunità d'investimento, compresa la rendicontazione da parte dello strumento finanziario al fondo di fondi e/o all'Autorità di gestione, onde garantire la conformità con l'articolo 46;
- e) i requisiti in materia di audit, quali i requisiti minimi per la documentazione da conservare a livello dello strumento finanziario (e, se del caso, a livello del fondo di fondi), e i requisiti in relazione alla gestione delle registrazioni separate per le diverse forme di sostegno conformemente all'articolo 37, paragrafi 7 e 8, (ove applicabile), compresi le disposizioni e i requisiti riguardanti l'accesso ai documenti da parte delle autorità di audit degli Stati membri, dei revisori della Commissione e della Corte dei conti europea, per garantire una pista di controllo chiara conformemente all'articolo 40;
- f) i requisiti e le procedure per la gestione del contributo scaglionato previsto dal programma conformemente all'articolo 41 e per la previsione dei flussi delle opportunità di investimento, compresi i requisiti per la contabilità fiduciaria/separata a norma dell'articolo 38, paragrafo 8;
- g) i requisiti e le procedure per la gestione degli interessi e altre plusvalenze generate di cui all'articolo 43, comprese le operazioni/ gli investimenti di tesoreria accettabili, e le responsabilità e gli obblighi delle parti interessate;
- h) le disposizioni relative al calcolo e al pagamento dei costi di gestione sostenuti o delle commissioni di gestione dello strumento finanziario;
- i) le disposizioni relative al riutilizzo delle risorse imputabili al sostegno dei fondi SIE fino alla fine del periodo di ammissibilità conformemente all'articolo 44;
- j) le disposizioni relative all'utilizzo delle risorse imputabili al sostegno dei fondi SIE dopo la fine del periodo di ammissibilità conformemente all'articolo 45 e le modalità di uscita del contributo dei fondi SIE dallo strumento finanziario;
- k) le condizioni di un eventuale ritiro o ritiro parziale dei contributi dei programmi erogati agli strumenti finanziari, compreso il fondo di fondi, se del caso;
- l) le disposizioni volte a garantire che gli organismi di attuazione degli strumenti finanziari gestiscano detti strumenti in modo indipendente e conformemente alle norme professionali pertinenti, e agiscano nell'interesse esclusivo delle parti che forniscono i contributi allo strumento finanziario;
- m) le disposizioni relative alla liquidazione dello strumento finanziario.

7.2 Costi e commissione di gestione

Secondo quanto disposto dall'art. 12 del Regolamento delegato (UE) n. 480/2014, l'Autorità di gestione procederà al calcolo dei costi e delle commissioni di gestione che possono essere dichiarati come spese ammissibili a norma dell'articolo 42, paragrafo 1, lettera d), del Regolamento (UE) n. 1303/2013 e in base ai criteri di cui all'articolo 42, paragrafo 5, di tale regolamento:

- a) l'erogazione dei contributi forniti dal programma sostenuto da fondi SIE;
- b) le risorse restituite a fronte degli investimenti;
- c) la qualità delle misure di accompagnamento che precedono e seguono la decisione di investimento per massimizzare l'impatto dell'investimento, e
- d) il contributo dello strumento finanziario agli obiettivi e agli output del programma.

L'Autorità di gestione informerà il Comitato di sorveglianza, istituito in conformità all'articolo 47 del Regolamento (UE) n. 1303/2013, in merito alle disposizioni che si applicano al calcolo, basato sui risultati, dei costi di gestione sostenuti o delle commissioni di gestione dello strumento finanziario.

Si richiama l'attenzione sull'articolo 13 del Regolamento delegato (UE) n. 480/2014 il quale stabilisce che per gli Organismi che forniscono prestiti - in conformità con l'art. 37, paragrafo 7, del Regolamento (UE) n. 1303/2013 - i costi e le commissioni di gestione che possono essere dichiarati come spese ammissibili a norma dell'articolo 42, paragrafo 2, lettera a) e b), del Regolamento 1303/2013 non possono superare:

- a) una remunerazione di base pari allo 0,5% l'anno dei contributi del programma versati allo strumento finanziario, secondo un calcolo *pro rata temporis* dalla data dell'effettivo versamento allo strumento finanziario fino al termine del periodo di ammissibilità, al rimborso all'Autorità di gestione oppure fino alla data di liquidazione, a seconda di quale di questi eventi si verifichi per primo;
- b) per uno strumento finanziario che fornisce garanzie, l'1,5% l'anno dei contributi del programma impegnati per contratti di garanzia in essere ai sensi dell'articolo 42, paragrafo 1, lettera b), del Regolamento (UE) n. 1303/2013, nonché delle risorse reimpiegate imputabili ai contributi del programma, secondo un calcolo *pro rata temporis* dalla data dell'impegno fino alla scadenza del contratto di garanzia, alla fine della procedura di recupero in caso di insolvenza o fino al termine del periodo di ammissibilità, a seconda di quale di questi eventi si verifichi per primo;

Secondo quanto disposto dall'articolo 13, paragrafo 3, lett. d), del Regolamento delegato (UE) n. 480/2014, l'importo aggregato dei costi e delle commissioni di gestione durante il periodo di ammissibilità di cui all'articolo 65, paragrafo 2, del Regolamento (UE) n. 1303/2013, per uno strumento finanziario che fornisce garanzie, non può superare il 10% dell'importo complessivo dei contributi del programma versati allo strumento finanziario.

La tabella che segue riepiloga le soglie relative ai costi e alle commissioni di gestione con riferimento a strumenti finanziari che forniscono garanzie.

Tabella 37. Soglie costi e commissione di gestione ex art. 13 CPR

Tipologia dello SF	Soglie complessive Art. 13 (3) 480/2014	Articolo 13 (1) e (2) Reg. 480/2014	
		Remunerazione di base (per anno, <i>pro rata temporis</i>)	Remunerazione basata sui risultati (per anno, <i>pro rata temporis</i>)
Garanzie	10%	0,50%	1,5%
Prestiti	8%	0,50%	1,5%
Sovvenzioni	6%	0,50%	0,50%
Equity	20%	2,50% per i primi 12 mesi 1,00% per gli anni successivi	2,50%

Ai sensi dell'art. 65 del Regolamento (UE) n. 1303/2013, l'ammissibilità delle spese è determinata in base a norme nazionali, fatte salve norme specifiche previste nel succitato regolamento o nelle norme di ciascun fondo, o sulla base degli stessi.

Le spese sono ammissibili alla partecipazione del fondo SIE se sono state sostenute da un beneficiario e pagate tra la data di presentazione del programma alla Commissione o il 1° gennaio 2014, se anteriore, e il 31 dicembre 2023.

7.3 Erogazione dei contributi del Programma allo strumento finanziario

Con riferimento alle modalità di erogazione dei contributi del Programma allo strumento finanziario, ai sensi dell'art. 41 del Reg. UE 1303/2013, le risorse saranno trasferite al soggetto gestore secondo le seguenti modalità:

- l'importo del contributo del programma erogato allo strumento finanziario contenuto in ciascuna richiesta di pagamento intermedio presentata durante il periodo di ammissibilità, non supera il 25% dell'importo complessivo dei contributi del programma impegnati per lo strumento finanziario;
- successive domande di pagamento intermedio presentate durante il periodo di ammissibilità sono presentabili solo:
 - i) per la seconda domanda di pagamento intermedio, qualora almeno il 60 % dell'importo indicato nella prima domanda di pagamento intermedio sia stato speso a titolo di spesa ammissibile;
 - ii) per la terza domanda di pagamento intermedio e le domande successive, qualora almeno l'85% degli importi indicati nelle precedenti domande di pagamento intermedio sia stato speso a titolo di spesa ammissibile.

L'EGESIF 15-0006-01, version 1.0 dell'8/06/2015, "Guidance for Member States on article 41 CPR – Request for payment", evidenzia che l'art. 41 non regola in maniera perentoria il pagamento e i flussi informativi tra le Autorità di Gestione ed i soggetti gestori degli strumenti finanziari (fondo dei

fondi o intermediari finanziari). E' auspicabile, comunque, che gli Stati membri attuino le modalità di erogazione dei contributi anche con riferimento ai trasferimenti di risorse dalle Autorità di Gestione agli Strumenti finanziari. All'uopo, gli accordi di finanziamento stipulati tra le Autorità di Gestione ed i soggetti gestori degli strumenti finanziari dovranno esplicitare le procedure relative alla gestione ed alle modalità di erogazione dei contributi del Programma. Per assicurare che non si verifichi un'interruzione del trasferimento delle risorse economiche a beneficio dei destinatari finali, ove fosse richiesto, la Commissione raccomanda che le previsioni di erogazione dei contributi del Programma in deroga rispetto alla disciplina dell'art. 41 siano inserite nell'accordo di finanziamento.

Nell'allegato 2 dell' EGESIF 15-0006-01- "Questions and answers", si precisa che Il Regolamento (UE) n. 1303/2013 disciplina solo le modalità di erogazione dei contributi tra gli Stati membri e la Commissione, cosicché non è escluso che ci possano essere differenti accordi tra Autorità di gestione e soggetti gestori degli strumenti finanziari. Cionondimeno, l'impostazione adottata per il trasferimento delle risorse dovrebbe essere simile anche con riferimento ai singoli fondi, per cui ogni previsione differente dovrà richiedere un pre-finanziamento da parte degli Stati membri con conseguenti implicazioni di liquidità.

Potrebbe essere giustificato, in taluni casi e circostanze, prevedere differenti modalità di erogazione dei contributi del Programma in maniera da riportare ad un livello accettabile sia il rischio di interruzione del trasferimento dei flussi finanziari verso lo strumento finanziario, sia l'esposizione del rischio del gestore del fondo. Le differenti previsioni, tuttavia, dovrebbero essere calibrate in relazione agli specifici rischi individuati per il singolo strumento finanziario e dovrebbe essere attuato in maniera da non comportare che i costi di gestione non siano giustificati dall'incremento del trasferimento delle risorse verso i destinatari finali.

7.4 Contributo dello strumento finanziario al conseguimento degli obiettivi specifici e relativi indicatori per tale contributo

Gli strumenti finanziari saranno attuati, nell'ambito del P.O. Puglia 2014-2020, con riferimento ad interventi di finanza innovativa volti al miglioramento dell'accesso al credito.

Gli strumenti finanziari hanno l'obiettivo di sostenere l'accesso delle PMI al mercato dei capitali e consentire la disponibilità di adeguate risorse finanziarie a favore delle imprese in possesso di adeguati margini di crescita e di sviluppo, in una fase particolarmente critica dal punto di vista dell'accesso al credito. Le esperienze positive già svolte nel 2007-2013 nella creazione di strumenti di ingegneria finanziaria suggeriscono di proseguire ed implementare tali attività.

I criteri di selezione delle operazioni sono funzionali a consentire la selezione ed il finanziamento di progetti caratterizzati da un elevato grado di coerenza rispetto agli obiettivi specifici del P.O. Puglia 2014-2020 e dovranno inoltre essere trasparenti, non discriminatori, facilmente applicabili e

verificabili nella loro capacità di orientare le scelte al finanziamento degli interventi migliori per qualità e per capacità di conseguire risultati.

In continuità con quanto già adottato nella programmazione 2007-2013, i criteri di selezione saranno articolati in:

- criteri di ammissibilità formale, ovvero di possesso dei requisiti formali di ammissione alla fase di istruttoria che rappresentano elementi imprescindibili per la selezione delle operazioni;
- criteri di ammissibilità sostanziale con riferimento ai requisiti di eleggibilità delle operazioni strettamente collegati alla strategia ed ai contenuti del Programma ed alle specifiche azioni di riferimento, nonché volti a verificare la coerenza con la programmazione regionale e con la normativa nazionale e comunitaria di settore;
- criteri di valutazione tecnica delle operazioni candidate tali da garantire un contributo significativo ai risultati attesi del Programma Operativo.

Nello specifico, si stima che, per lo strumento finanziario nella forma del Fondo Minibond, esista un *financing gap* pari a 144,4 € mln nell'arco del periodo di operatività dello strumento equivalente ad un gap annuo di 72,2 € mln.

Per quanto riguarda lo strumento finanziario nella forma del Fondo Equity, il *financing gap* stimato è pari a 294,6 € mln nell'arco del periodo di operatività dello strumento equivalente ad un gap annuo di 98,2 € mln.

La valutazione suggerisce per la quantificazione dei risultati attesi degli strumenti finanziari il ricorso agli indicatori di risultato riconducibili al Programma Operativo.

Con riferimento agli interventi finalizzati al miglioramento dell'accesso al credito, si evidenzia che la tradizionale elevata dipendenza delle imprese italiane e pugliesi dal credito bancario e la conseguente significativa esposizione delle stesse ai contraccolpi derivanti dalle strategie di riduzione delle politiche di erogazione del credito, richiamano la necessità di promuovere interventi mirati per attutire tali effetti negativi e consentire la disponibilità di adeguate risorse finanziarie a favore delle imprese in possesso di margini di crescita e di sviluppo.

Considerato quanto su descritto, in via prudenziale, anche in considerazione dell'innovatività degli strumenti finanziari proposti, si ritengono congrue le seguenti dotazioni finanziarie:

- Fondo Equity: € 10.000.000,00;
- Fondo Minibond: € 42.000.000,00.

Nella Tabella che segue si riportano gli indicatori di risultato specifici previsti dal P.O. Puglia 2014-2020, con riferimento al miglioramento dell'accesso al credito, considerati tutti gli strumenti finanziari costituiti all'uopo dalla Regione.

Tabella 38. Indicatori di risultato

Obiettivo specifico 3f) - Migliorare l'accesso al credito, il finanziamento delle imprese e la gestione del rischio (RA 3.6)

ID	Indicatore	Unità di misura	Categoria di regione (se pertinente)	Valore di base	Anno di riferimento	Valore obiettivo ²⁴ (2023)	Fonte di dati	Periodicità dell'informativa
	Investimenti in capitale di rischio - early stage in percentuale del PIL	%	Regioni meno sviluppate	0,02	2012	0,035	Istat	Annuale

Tabella 39 indicatori di output

ID	Indicatore	Unità di misura	Categoria di regione (se pertinente)	Valore obiettivo ²⁵ (2023)	Fonte di dati	Periodicità dell'informativa
	Numero di imprese che ricevono un sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni	Imprese	Regioni meno sviluppate	2.500	Sistema di monitoraggio	bimestrale

7.5 Gestione, controllo e monitoraggio degli strumenti finanziari

Secondo il combinato disposto degli articoli 40, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 1303/2013 e 9 del regolamento 480/2014, l'Autorità di gestione deve ottemperare ai seguenti adempimenti:

- garantire che l'operazione sia conforme alla legislazione applicabile, al programma e all'Accordo di finanziamento pertinenti sia nella fase di valutazione e selezione dell'operazione sia durante la creazione e l'attuazione dello strumento finanziario;
- garantire che gli Accordi di finanziamento contengano disposizioni sui requisiti in materia di audit e sulla pista di controllo in conformità all'allegato IV, punto 1, lettera e), del regolamento (UE) n. 1303/2013;
- garantire che le verifiche di gestione siano effettuate nel corso dell'intero periodo di programmazione e durante la creazione e l'attuazione degli strumenti finanziari in conformità all'articolo 125, paragrafo 4, del regolamento (UE) n. 1303/2013 per il FESR, il

²⁴ Per il FESR e per il Fondo di Coesione i valori obiettivo possono essere qualitativi o quantitativi.

²⁵ Per il FESR e per il Fondo di Coesione i valori obiettivo possono essere qualitativi o quantitativi.

FSE, il Fondo di coesione e il FEAMP e in conformità all'articolo 58, paragrafi 1 e 2, del regolamento (UE) n. 1305/2013 per il FEASR;

- d) garantire che i documenti giustificativi delle spese dichiarate come spese ammissibili:
 - i) siano conservati, relativamente all'operazione, dall'Autorità di gestione, dall'intermediario finanziario o dall'organismo che attua il fondo di fondi nel caso di uno strumento finanziario attuato attraverso un fondo di fondi, per dimostrare l'impiego dei fondi per le finalità previste, la conformità alla legislazione applicabile e ai criteri e alle condizioni di finanziamento nel quadro dei pertinenti programmi;
 - ii) siano disponibili per consentire la verifica della legittimità e regolarità delle spese dichiarate alla Commissione.
- e) garantire che i documenti giustificativi che consentono la verifica della conformità alla legislazione nazionale e dell'Unione e alle condizioni di finanziamento comprendano almeno:
 - i) i documenti relativi all'istituzione dello strumento finanziario;
 - ii) i documenti che individuano gli importi conferiti nello strumento finanziario da ciascun programma e nell'ambito di ciascun asse prioritario, le spese ammissibili nell'ambito dei programmi e gli interessi e le altre plusvalenze generati dal sostegno dei fondi SIE e dal reimpiego delle risorse imputabili al sostegno dei fondi SIE in conformità agli articoli 43 e 44 del regolamento (UE) n. 1303/2013;
 - iii) i documenti relativi al funzionamento dello strumento finanziario, compresi quelli riguardanti la sorveglianza, le relazioni e le verifiche;
 - iv) i documenti attestanti la conformità agli articoli 43, 44 e 45 del regolamento (UE) n. 1303/2013;
 - v) i documenti relativi all'uscita dallo strumento finanziario e alla sua liquidazione;
 - vi) i documenti relativi ai costi e alle commissioni di gestione;
 - vii) i moduli di domanda, o documenti equivalenti, presentati dai destinatari finali insieme a documenti giustificativi, compresi piani aziendali e, se del caso, conti annuali di periodi precedenti;
 - viii) le liste di controllo e le relazioni degli organismi che attuano lo strumento finanziario, se disponibili;
 - ix) le dichiarazioni rilasciate in relazione agli eventuali aiuti *de minimis*;
 - x) gli accordi sottoscritti attinenti al sostegno fornito dallo strumento finanziario, riguardanti, tra l'altro, investimenti azionari, prestiti, garanzie o altre forme di investimento a favore dei destinatari finali;
 - xi) le prove del fatto che il sostegno fornito attraverso lo strumento finanziario è stato utilizzato per la finalità prevista;
 - xii) le registrazioni dei flussi finanziari tra l'Autorità di gestione e lo strumento finanziario, all'interno dello strumento finanziario a tutti i suoi livelli e fino ai destinatari finali;
 - xiii) le registrazioni separate o i codici contabili distinti relativi al contributo del programma erogato a favore del destinatario finale.

Per le operazioni che comportano il sostegno dei programmi a strumenti finanziari nel quadro del FESR e del FSE, le Autorità di audit devono garantire che gli strumenti finanziari siano sottoposti ad audit nel corso dell'intero periodo di programmazione fino alla chiusura nel quadro sia degli audit dei sistemi sia degli audit delle operazioni in conformità all'articolo 127, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 1303/2013.

Si evidenzia, inoltre, l'importanza della predisposizione di un sistema di monitoraggio dedicato allo strumento finanziario, in maniera conforme con le risorse P.O. 2014-2020. Tale sistema dovrebbe includere un set di indicatori.

Secondo quanto previsto dall'art. 38, paragrafo 10, del Regolamento (UE) n. 1303/2013, nonché dall'art. 1 del Regolamento delegato n. 821/2014, gli organismi di attuazione degli strumenti finanziari assumono la responsabilità generale dell'investimento a favore dei destinatari finali, compreso il successivo monitoraggio dei contributi dei programmi conformemente agli Accordi di finanziamento.

Gli organismi di attuazione degli strumenti finanziari devono conservare prove documentali dei seguenti elementi:

- a) accordi giuridici conclusi con soggetti privati o pubblici concernenti i contributi nazionali pubblici o privati che rappresentano un cofinanziamento nazionale che tali soggetti devono fornire a livello di destinatari finali;
- b) trasferimento effettivo ai destinatari finali delle risorse che costituiscono il cofinanziamento nazionale da parte di soggetti privati o pubblici;
- c) contributi nazionali pubblici o privati che rappresentano un cofinanziamento nazionale e che sono effettuati da soggetti privati o pubblici, comunicati all'organismo di attuazione dello strumento finanziario.

Gli organismi di attuazione degli strumenti finanziari, inoltre, devono mantenere la pista di controllo dei contributi nazionali, pubblici o privati, che rappresentano un cofinanziamento nazionale, fino al livello dei destinatari finali.

All'uopo, ai sensi dell'articolo 46 del Regolamento (UE) n. 1303/2013, l'Autorità di gestione provvederà a redigere una relazione specifica sulle operazioni, sotto forma di allegato della relazione di attuazione annuale. L'Autorità di gestione utilizzerà il modello di cui all'allegato I del Regolamento (UE) n. 821/2014.

Nella relazione saranno riportate le seguenti informazioni:

- a) identificazione del programma e delle priorità nell'ambito dei quali è fornito il sostegno dei fondi SIE;
- b) descrizione dello strumento finanziario e delle modalità di attuazione;
- c) identificazione degli organismi di attuazione dello strumento finanziario;
- d) importo complessivo dei contributi del programma versati allo strumento finanziario;

- e) importo complessivo del sostegno impegnato dallo strumento finanziario a favore di investimenti realizzati dai destinatari finali, nonché dei costi di gestione sostenuti o delle commissioni di gestione pagate;
- f) risultati dello strumento finanziario, compresi i progressi nella sua creazione e nella selezione degli organismi di attuazione dello stesso;
- g) interessi e altre plusvalenze generati dal sostegno dei fondi SIE allo strumento finanziario e alle risorse del programma rimborsate agli strumenti finanziari a fronte degli investimenti di cui agli articoli 43 e 44 del Regolamento 1303/2013;
- h) progressi compiuti nel raggiungimento dell'atteso effetto moltiplicatore degli investimenti effettuati dallo strumento finanziario;
- i) contributo dello strumento finanziario alla realizzazione degli indicatori della priorità o misura interessata.

CAPITOLO 8. DISPOSIZIONI SULL'AGGIORNAMENTO DELLA VALUTAZIONE EX ANTE.

L'analisi di contesto, le condizioni di mercato e lo stato di attuazione degli investimenti possono modificarsi prima e durante la fase di attuazione dello strumento finanziario, con la conseguenza che l'analisi derivante dalla Valutazione ex ante potrebbe non rappresentare le reali condizioni di mercato. Pertanto, potrebbe risultare necessario riesaminare ed aggiornare la suddetta Valutazione ex ante.

In tal senso, occorre definire le condizioni e/o il termine entro cui procedere al riesame o all'aggiornamento della valutazione ex ante.

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. Qualora i risultati previsti non siano raggiunti dallo strumento, può essere considerata l'ipotesi di un aggiornamento.

I principali *drivers* per procedere all'aggiornamento sono:

- **Analisi degli scostamenti degli obiettivi rispetto ai risultati ottenuti.** Una forte divergenza tra i due elementi può compromettere la realizzazione degli obiettivi dello strumento finanziario. Di conseguenza un riesame può essere necessario per adeguare gli obiettivi. In tal caso, la strategia di attuazione ed il valore aggiunto dello strumento sono gli elementi principali da aggiornare.
- **Analisi delle risorse e adeguamento delle risorse a valere sullo strumento agevolativo rispetto alla domanda osservata dei beneficiari.** Per esempio, una situazione in cui l'ammontare delle risorse è troppo bassa per soddisfare la domanda delle PMI può minare l'efficienza dello strumento nel raggiungere gli obiettivi previsti. Inoltre, se il processo di erogazione dei finanziamenti risulta alternativamente più veloce o più lento rispetto a quanto previsto, potrebbe sussistere l'ipotesi per un riesame propedeutico all'aggiornamento. Il riesame può dimostrare che:
 - o La situazione del mercato è più o meno rimasta invariata, ma la velocità di assorbimento delle risorse è stata sottostimata o sovrastimata; oppure
 - o L'implementazione dello strumento è in linea con le attese, ma un cambiamento nei segmenti del mercato ha creato una domanda maggiore o inferiore rispetto alle previsioni di contribuzione.In tal caso, i volumi delle risorse possono essere soggette ad incremento o decremento.
- **Analisi degli scostamenti nella gestione del rischio:** il profilo di rischio è maggiore rispetto a quanto previsto e ciò potrebbe comportare significative perdite, compromettendo la natura rotativa dello strumento. Un riesame potrebbe adeguare il profilo di rischio in maniera da assicurare l'appropriato livello di rotatività dei fondi e, quindi, di mantenere l'effetto moltiplicatore. Il riesame potrebbe evidenziare anche che il rischio è stato sovrastimato: in tal caso potrebbe essere previsto un volume addizionale di risorse finanziarie.

La necessità di procedere al riesame ed all'aggiornamento della valutazione può derivare anche dalle risultanze dell'attività relativa alla valutazione ex post degli strumenti di ingegneria finanziaria posti in essere dalla Regione a valere sul periodo di programmazione 2007/2013 e può essere segnalata attraverso la predisposizione di un report di monitoraggio.

A seguito delle conclusioni della Valutazione ex ante aggiornata, la Regione potrebbe migliorare la strategia di attuazione degli strumenti finanziari.