

pugliasviluppo

Aggiornamenti delle Valutazioni *ex ante*  
degli Strumenti Finanziari  
nelle forme dell'Equity e dei Minibond  
(POR Puglia 2014-2020)  
nell'ambito del  
Programma Regionale Puglia 2021-2027

Marzo 2025

## Indice

GLOSSARIO .....	4
INTRODUZIONE.....	7
CAPITOLO 1. ANALISI DI CONTESTO .....	12
1.1 Analisi del contesto regionale nel quadro internazionale .....	12
1.2 Le modalità di finanziamento delle imprese complementari/integrative al credito bancario: i minibond.....	18
1.3 Le modalità di finanziamento delle imprese alternative/complementari al credito bancario: il capitale di rischio.....	19
CAPITOLO 2. IDENTIFICAZIONE DELLA DOMANDA POTENZIALE E STRUMENTI FINANZIARI .....	21
2.1 Analisi dei fallimenti di mercato.....	21
2.2 Analisi degli strumenti finanziari .....	23
CAPITOLO 3. ANALISI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI ADOTTATI NELLA PROGRAMMAZIONE 2014/2020.....	25
3.1 L'offerta di strumenti finanziari, nella forma dell'equity e dei minibond, nella programmazione 2014/2020 dei Fondi strutturali .....	25
3.1.1 JEREMIE Acceleration and Seed instrument in Bulgaria.....	25
3.1.2 Fondo Minibond .....	26
CAPITOLO 4. STRATEGIA DI INVESTIMENTO PROPOSTA.....	33
4.1 Finalità. Esame delle opzioni per le modalità di attuazione.....	33
4.2 Descrizione degli strumenti finanziari .....	34
4.2.1 Fondo Equity.....	34
4.2.2 Funzionamento dello SF Fondo Minibond Puglia .....	35
4.3 Destinatari finali .....	38
4.4 Combinazione con il sostegno sotto forma di sovvenzioni. ....	40
CAPITOLO 5. FINANCING GAP. FONDO EQUITY E FONDO MINIBOND .....	41
5.1 Fondo Equity. Stima dei fallimenti di mercato. ....	41
5.1.1 Analisi del financing gap .....	41
5.1.2 Analisi quantitativa dello SF Fondo Equity .....	42
5.1.3 Proporzionalità dell'intervento dello strumento finanziario.....	46
5.1.4 Sintesi .....	47
5.2 Fondo Minibond Puglia. Stima del fallimento di mercato del credito non bancario .....	48
5.2.1 Analisi del financing gap .....	48
5.2.2 Analisi quantitativa dello SF Fondo Minibond Puglia .....	57
5.2.3 Proporzionalità dell'intervento dello strumento finanziario.....	61

5.2.4 Sintesi .....	62
5.3 Osservazioni finali.....	63
CAPITOLO 6. ANALISI DELLE IMPLICAZIONI DELLO STRUMENTO FINANZIARIO RISPETTO ALLA NORMATIVA DEGLI AIUTI DI STATO .....	64
6.1 Aiuti agli investitori.....	65
6.2 Aiuti a intermediari finanziari gestori del fondo .....	65
6.3 Aiuti ai beneficiari finali.....	65
6.4 Operazioni di mercato. Criterio dell’investitore operante in una economia di mercato.....	68
CAPITOLO 7. RISULTATI ATTESI E INDICATORI. DEFINIZIONE DELLE STRUTTURE DI GOVERNANCE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI .....	70
7.1 Identificazione del soggetto gestore .....	70
7.2 Spese ammissibili in materia di strumenti finanziari, costi e commissione di gestione .....	73
7.3 Erogazione dei contributi del Programma allo strumento finanziario .....	74
7.4 Gestione, controllo e monitoraggio degli strumenti finanziari .....	74
7.5 Contributo dello strumento finanziario al conseguimento degli obiettivi specifici e relativi indicatori per tale contributo.....	77
CAPITOLO 8. DISPOSIZIONI SULL’AGGIORNAMENTO DELLA VALUTAZIONE EX ANTE .....	79

## GLOSSARIO

Termine	Definizione
<b>Autorità di Gestione (AdG)</b>	Autorità pubblica designata dallo Stato Membro per la gestione di fondi SIE
<b>Banca Centrale Europea (BCE)</b>	La Banca centrale dei 20 Stati Membri dell'Unione Europea che hanno adottato l'euro
<b>BEI</b>	Banca Europea per gli Investimenti
<b>Commissione Europea (CE)</b>	Organo esecutivo dell'Unione Europea
<b>Costi di gestione</b>	Costi di gestioni relativi alla gestione di uno Strumento Finanziario, di un Fondo di fondi, o di altri tipi di fondi di investimento
<b>Domanda inespressa</b>	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
<b>Domanda insoddisfatta</b>	Domanda di credito che, seppur espressa dai richiedenti, non riesce ad ottenere i finanziamenti richiesti
<b>Domanda potenziale</b>	Domanda di credito complessiva che include: (i) domanda inespressa; (ii) domanda insoddisfatta; (iii) domanda soddisfatta
<b>Domanda soddisfatta</b>	Domanda di credito effettivamente espressa dai richiedenti che riesce ad ottenere i finanziamenti richiesti
<b>Effetto leva</b>	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
<b>Effetto <i>revolving</i></b>	Beneficio derivante dalla possibilità di reimpiego delle risorse derivanti dai rimborsi dei destinatari (o dal disimpegno delle controgaranzie fornite) a favore di altri destinatari
<b>Fallimento di mercato</b>	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

Termine	Definizione
<b>Financing gap</b>	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
<b>Gap di mercato</b>	Fallimento del mercato in cui non si verifica l'incontro tra domanda e offerta in termini quantitativi o qualitativi
<b>Midcap</b>	<p>Ai sensi della Comunicazione della Commissione "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio" (2021/C 508/01):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Piccola impresa a media capitalizzazione: impresa diversa da una PMI, il cui numero di dipendenti non superi le 499 unità, e il cui fatturato annuo non superi 100 milioni di EUR o il cui bilancio annuo non superi 86 milioni di EUR</li> <li>• Impresa a media capitalizzazione: impresa diversa da una PMI il cui numero di dipendenti non supera le 1.500 unità</li> </ul>
<b>Microimprese</b>	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 della Raccomandazione della Commissione europea 361 del 2003
<b>Piccole e Medie Imprese (PMI)</b>	Piccole e Medie imprese come definito nella Raccomandazione dell'UE 2003/361
<b>Popolazione target</b>	Popolazione che presenta le caratteristiche necessarie per accedere ad uno Strumento Finanziario
<b>PR</b>	Programma Regionale
<b>Proporzionalità dello Strumento finanziario</b>	Proporzionalità dell'intervento e dell'impatto dell'implementazione dello Strumento finanziario rispetto al <i>gap</i> di mercato
<b>Risorse private e pubbliche aggiuntive</b>	Stima delle risorse pubbliche e private aggiuntive che lo SF ha la possibilità di raccogliere, fino al livello del destinatario finale (effetto moltiplicatore previsto)
<b>Strumento/i Finanziario/i (SF)</b>	Una forma di sostegno attuata mediante una struttura per la fornitura di prodotti finanziari ai destinatari finali, secondo la definizione di cui all'articolo 2 del Reg. 2021/1060

Termine	Definizione
<b>Valore aggiunto dello Strumento Finanziario</b>	Stima dei benefici apportati dallo SF rispetto ad altri comparabili e misurato in termini di: (i) effetto leva; (ii) effetto revolving; (iii) risorse private e pubbliche aggiuntive

## INTRODUZIONE

Il presente documento è redatto ai sensi dell'articolo 58, paragrafo 3, del Regolamento (UE) n. 2021/1060 del 24 giugno 2021 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 dell'equity e dei minibond da attivare nel Programma Regionale - P. R. Puglia FESR 2021-2027.

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.

Secondo le previsioni del Programma Regionale Puglia 2021-2027, 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 2014-2020 che determinano il posizionamento della Puglia nel più ampio scenario nazionale e comunitario.

La strategia del Programma Regionale 2021-2027 prende spunto dall'evoluzione del contesto economico e sociale degli ultimi anni, a partire dai mutamenti congiunturali e di medio/lungo termine determinati dalle conseguenze della crisi pandemica, e punta a favorire la crescita complessiva del territorio secondo un modello sostenibile dal punto di vista economico, sociale ed ambientale in grado di sostenere:

- a) l'ampliamento e il rafforzamento della base produttiva;
- b) l'innovazione tecnologica, ambientale e sociale;
- c) una maggiore attrattività ed apertura internazionale;
- d) la riduzione dell'impatto antropico sull'ambiente;
- e) l'incremento delle conoscenze dei cittadini (minori e adulti) e dei lavoratori (con particolare riferimento a giovani, donne e soggetti fragili, tra cui persone con disabilità e migranti) ed un generalizzato miglioramento dei servizi pubblici (nei settori delle risorse idriche e dei rifiuti, dei trasporti, dell'istruzione e dell'assistenza socio-sanitaria).

Attraverso il Programma Regionale si intende sostenere un rilancio complessivo della regione capace di coniugare competitività del sistema produttivo, qualità del lavoro, innovazione tecnologica, ambientale e sociale, attrattività e apertura internazionale, qualificazione delle competenze e dei "saperi", in un percorso di accompagnamento del sistema regionale verso la transizione ecologica e la trasformazione digitale, contribuendo in misura altrettanto trasversale a ridurre le disuguaglianze economiche, sociali, di genere, generazionali e territoriali.

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 ed 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.

L'individuazione della strategia del Programma Regionale Puglia 2021-2027 è pienamente coerente con il cambio di paradigma proposto dall'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, e con il nuovo corso delle politiche dell'Unione europea e degli indirizzi della Commissione europea volti a creare "un'Europa resiliente, sostenibile e giusta". Come sottolinea l'Agenda 2030, nessuno deve essere lasciato indietro. I giovani, le donne, i cittadini in genere, le persone a rischio di esclusione sociale, i migranti, gli imprenditori: tutti devono essere i destinatari di interventi e risposte.

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 2021-2027, gli strumenti finanziari sono disciplinati dal Regolamento (UE) n. 2021/1060 che contiene una specifica sezione (Sezione II – Strumenti finanziari – articoli da 58 a 62).

Tenuto conto del Programma Regionale Puglia 2021-2027 (CCI2021IT16FFPR002), approvato con Decisione della Commissione Europea C(2022) 8461, la Regione Puglia intende dare continuità agli strumenti finanziari già attivati nel corso della Programmazione 2014-2020 nella forma dei prestiti, delle garanzie e dei minibond e dell'Equity.

Il Regolamento (UE) n. 2021/1060, all'art. 22, paragrafo 3, lettera d), punto vii), prevede l'utilizzo di strumenti finanziari. Nello specifico, il Programma Regionale Puglia 2021-2027 prevede il ricorso a strumenti di ingegneria finanziaria volti sia a sostenere investimenti imprenditoriali, incluse le imprese di nuova costituzione in fase di start-up, sia relativamente al ricorso a strumenti di garanzia pubblica finalizzati a favorire l'accesso al credito e ad altre opportunità presenti nel mercato dei capitali. Ulteriori strumenti di ingegneria finanziaria potranno essere promossi nel finanziamento del capitale di rischio, e del sostegno alle strategie di patrimonializzazione delle PMI. Particolare



attenzione verrà prestata alla promozione di strumenti innovativi come, ad esempio, l'offerta di Minibond che la Regione ha già avviato con successo nella programmazione precedente al fine di stimolare la nascita di canali di finanziamento delle PMI alternativi al prestito bancario.

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 2014-2020 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 2021-2027, di realizzare la valutazione ex-ante prevista dall'art. 58 c. 3 del Regolamento (UE) 2021/1060 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 di un Docente universitario, esperto nell'ambito della Programmazione comunitaria e degli strumenti finanziari, incardinato presso l'Università degli studi di Bari "Aldo Moro" (Dipartimento di Economia e Finanza) che, sulla scorta del conferimento di un incarico sottoscritto in data 20/12/2024, prevede la realizzazione delle seguenti attività:

- a. Supporto specialistico per il coordinamento delle attività propedeutiche alla realizzazione dell'aggiornamento delle Valutazioni ex ante relative agli strumenti finanziari nella forma dei prestiti, delle garanzie e dell'equity gestiti da Puglia Sviluppo;
- b. Elaborazione dell'aggiornamento, ai sensi dell'art. 58, paragrafo 3, del Regolamento (UE) 2021/1060, delle tre valutazioni ex ante, come sopra specificato, elaborate nel periodo di Programmazione 2014-2020, con particolare riferimento ai seguenti elementi:
  - a) importo proposto del contributo del programma a uno strumento finanziario ed effetto leva stimato, accompagnati da una breve giustificazione;
  - b) prodotti finanziari che si propone di offrire, compresa l'eventuale necessità di trattamento differenziato degli investitori;
  - c) gruppo proposto di destinatari finali;
  - d) contributo previsto dello strumento finanziario al conseguimento di obiettivi specifici.

La valutazione, come previsto dall'art. 58 del Reg. (UE) n. 2021/1060 è relativa ai seguenti aspetti:

- a) calcolo dell'importo del contributo del programma a uno strumento finanziario e l'effetto leva stimato, accompagnati da una breve giustificazione;

- b) descrizione dei prodotti finanziari che si propone di offrire, compresa l'eventuale necessità di trattamento differenziato degli investitori;
- c) individuazione del gruppo proposto di destinatari finali;
- d) definizione del contributo previsto dello strumento finanziario al conseguimento di obiettivi specifici.

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 dei seguenti strumenti finanziari: Fondo Equity e Fondo Minibond.

Considerato, inoltre, che il suddetto art. 58, asserisce che “la valutazione ex ante può essere riveduta o aggiornata, può riguardare una parte o l'intero territorio dello Stato membro, e può basarsi su valutazioni ex ante esistenti o aggiornate”, il presente documento si basa sulla “valutazione ex ante degli Strumenti Finanziari nella forma della Equity e dei Minibond da attivare nell'ambito del Programma Operativo Regionale Puglia 2014-2020”, e prevede il secondo aggiornamento dei dati e delle informazioni riportate nei documenti precedenti, assicurando, peraltro, l'elaborazione degli elementi richiesti dall'art. 58, paragrafo 3.

Per la realizzazione delle analisi volte all'individuazione dei fallimenti di mercato, all'individuazione degli strumenti finanziari a valere sulla Programmazione 2021-2027 e alla valutazione quantitativa degli strumenti finanziari, si è adottato un approccio integrato ed esemplificativamente suddivisibile nelle seguenti sette Fasi rilevanti:

1. **Analisi del contesto internazionale, nazionale e regionale della situazione economico-finanziaria.** 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.
3. **Individuazione delle modalità di stima.** Sono state individuate in maniera puntuale le modalità di stima dei fallimenti di mercato e di analisi quantitativa degli SF.
4. **Stima del fallimento di mercato.** In coerenza con le *best practices* europee, la stima del fallimento di mercato e del conseguente *financing gap* per singolo strumento finanziario (d'ora innanzi anche “SF”) è stata realizzata mediante l'implementazione dei seguenti *step*:
  - analisi della popolazione *target* di riferimento per SF;
  - stima della domanda potenziale per SF;
  - ricognizione dell'offerta di credito non bancario e di capitale di rischio esistente per le popolazioni *target* degli strumenti;
  - stima e quantificazione del fallimento di mercato (gap tra domanda e offerta per le popolazioni *target*).

5. **Strategia di investimento proposta.** Analisi degli strumenti finanziari adottati nella Programmazione 2014-2020 ed individuazione degli strumenti finanziari a valere sulla Programmazione 2021-2027.
6. **Analisi e valutazione quantitativa dei singoli SF individuati.** In coerenza con quanto previsto dalle best practices europee, la valutazione quantitativa degli SF ha riguardato prevalentemente i seguenti ambiti:
  - effetto leva;
  - effetto *revolving*;
  - risorse 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 DI CONTESTO

### 1.1 Analisi del contesto regionale nel quadro internazionale

Nell'ultimo bimestre (dicembre 2024-gennaio 2025), **l'economia mondiale** si è mantenuta robusta, seppur in modo disomogeneo tra settori e regioni. Alla fine del 2024 la crescita del commercio mondiale ha subito una moderazione, difatti, a fronte della crescente incertezza sulle politiche commerciali future, l'andamento delle importazioni statunitensi ha rappresentato una determinante fondamentale della dinamica del commercio mondiale.

L'inflazione complessiva a livello mondiale è cresciuta, principalmente a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia, ma l'inflazione di fondo ha continuato, seppur gradualmente, a diminuire.

La crescita dell'attività mondiale si è mantenuta robusta, seppur in modo non omogeneo tra settori e regioni, e tale tendenza dovrebbe essere proseguita agli inizi del 2025. La perdurante debolezza del settore manifatturiero nelle economie avanzate è stata controbilanciata dalla solida crescita nel settore dei servizi.

Alla fine del 2024, pur in presenza di un forte aumento delle importazioni statunitensi, la crescita del commercio mondiale ha subito una moderazione. Difatti, i modelli della BCE indicano una crescita media del commercio mondiale dello 0,7 per cento nel IV trimestre del 2024 e nel I trimestre del 2025, a fronte della crescita dell'1,5 per cento registrata nel II e III trimestre del 2024.

L'inflazione complessiva nei paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) è aumentata, ma l'inflazione di fondo, che esclude i prezzi dei beni energetici ed alimentari, continua a diminuire. L'aumento dell'inflazione complessiva è riconducibile in larga misura ai rincari dei beni energetici, a fronte di un contributo pressoché invariato dei beni alimentari. L'inflazione di fondo invece è scesa lievemente al 3,1 per cento, continuando a riportarsi seppur lentamente sulle medie storiche. Difatti, i rinnovati rischi al rialzo per l'inflazione rimangono contenuti nel breve periodo.

**L'attività economica negli Stati Uniti** rimane robusta, pur in presenza di prospettive inflazionistiche sempre più incerte. Difatti, nel IV trimestre del 2024, secondo le stime preliminari pubblicate il 30 gennaio 2025, il PIL in termini reali ha subito un rallentamento allo 0,6 per cento sul periodo precedente, in calo dallo 0,8 per cento del trimestre precedente.

Per effetto dell'aumento del reddito disponibile reale, la spesa per consumi personali (SCP) ha continuato a trainare la domanda interna, che è aumentata ulteriormente sia per i beni sia per i servizi. Per contro, a causa di minori investimenti nei settori dei mezzi di trasporto e dell'informazione seppur ampiamente compensati da quelli nell'edilizia residenziale, gli investimenti privati hanno frenato l'attività.

Il mercato del lavoro statunitense mostra una buona capacità di tenuta seppur in continuo raffreddamento. Difatti, nel 2024 sono stati aggiunti 2,2 milioni di posti di lavoro, in calo rispetto all'espansione di 3 milioni registrata nel 2023. A dicembre 2024 il tasso di disoccupazione è sceso al 4,1 per cento, a fronte del 4,2 per cento di novembre, mentre il tasso di partecipazione è rimasto

invariato al 62,5 per cento, con modeste oscillazioni nel corso dell'anno. La dinamica salariale si attesta in lieve diminuzione, al 3,9 per cento sul periodo corrispondente, continuando a avvicinarsi all'intervallo compreso tra il 3 e il 3,5 per cento che il Federal Reserve System ritiene coerente con il proprio obiettivo di inflazione.

A novembre 2024 l'inflazione complessiva misurata sulla spesa per consumi personali (SCP) è salita al 2,4 per cento a causa dell'aumento dei prezzi dell'energia, mentre l'inflazione di fondo parimenti misurata sulla SCP è rimasta al 2,8 per cento e l'inflazione della componente dei servizi è scesa al 2,5 per cento. La dinamica inflazionistica del mese di dicembre 2024 mostra che, nel complesso, le principali fonti dell'inflazione si stanno riducendo negli Stati Uniti, in quanto la crescita salariale dovrebbe continuare a seguire un andamento discendente e in generale gli affitti hanno continuato a diminuire.

**L'attività economica cinese** ha registrato una ripresa alla fine del 2024, seppur in permanenza di una domanda interna debole. Difatti, nel IV trimestre del 2024 la crescita del PIL sul periodo precedente è salita all'1,6 per cento, dall'1,3 del trimestre precedente. Con riferimento a dicembre 2024, gli indicatori mensili hanno evidenziato che la ripresa della produzione e del PIL è stata spinta da un'impennata delle esportazioni e da un programma governativo finalizzato allo scambio di beni di consumo con sconti su nuovi prodotti dello stesso tipo. Pur tuttavia, in presenza di un clima di sfiducia dei consumatori, la spesa rimane contratta. Allo stesso tempo, si possono intravedere alcuni segnali in termini di un maggiore sostegno monetario e di bilancio nel 2025 e una perdurante debolezza complessiva dei principali indicatori del settore immobiliare.

Le esportazioni hanno continuato a crescere, in particolar modo verso gli Stati Uniti, anche se gli esportatori cinesi nutrono sempre maggiori timori circa la crescente incertezza commerciale. Nel 2024, i prezzi alla produzione hanno subito una contrazione media del 2,2 per cento, determinando una significativa dinamica al ribasso dei prezzi delle esportazioni cinesi. A dicembre 2024 l'inflazione dei prezzi alla produzione è rimasta in territorio negativo, mentre l'inflazione al consumo in Cina è diminuita ulteriormente, allo 0,1 per cento dallo 0,2 per cento di novembre.

**L'attività nel Regno Unito** in un contesto di inflazione persistente rimane debole. L'economia britannica nel IV trimestre del 2024 è rimasta debole. Tale andamento segue una crescita già piatta nel terzo trimestre. A dicembre l'inflazione complessiva misurata sull'indice dei prezzi al consumo è scesa lievemente, al 2,5 per cento dal 2,6 di novembre, per effetto in parte del calo dell'inflazione dei servizi. L'inflazione dovrebbe rimanere al di sopra dell'obiettivo per tutto il 2025, per effetto dell'aumento di spesa pubblica e delle imposte sull'occupazione, nonché dal perdurante riassorbimento degli effetti base legati all'energia. Conseguentemente, le aspettative delle famiglie e delle imprese sulla crescita dei prezzi relative al 2025 sono aumentate nell'ultimo bimestre del 2024. Difatti, anche tenendo conto di quanto appena riportato, la Bank of England nella riunione del dicembre scorso ha mantenuto il tasso di riferimento al 4,75 per cento.

**Il prodotto dell'area dell'euro**, secondo la stima rapida preliminare dell'Eurostat, ha ristagnato nel quarto trimestre del 2024, a fronte di una crescita positiva nei tre trimestri precedenti. I ricercatori della Banca centrale Europea (BCE, Bollettino economico, numero 1/2025) stimano un aumento del PIL nel 2024 pari all'0,7 per cento ed evidenziano che le dinamiche di crescita tra le maggiori economie dell'area dell'euro si sono confermate disomogenee: difatti, il PIL è aumentato dello 0,8 per cento sul periodo precedente in Spagna, mentre è diminuito dello 0,2 per cento e dello 0,1 per cento rispettivamente in Germania e in Francia, ed è rimasto invariato in Italia.

Difatti, gli indicatori di breve periodo (BCE, Bollettino economico, numero 1/2025) segnalano contributi positivi dei consumi privati e pubblici, ampiamente compensati dal calo degli investimenti, unitamente a un contributo sostanzialmente neutro dell'interscambio netto.

A livello settoriale, a fine del 2024, si segnala una crescita moderata del comparto dei servizi, sia in termini di attività sia di nuovi volumi di attività, a fronte di una continua contrazione di quello industriale conseguente alla modesta domanda di beni e all'impatto del precedente inasprimento della politica monetaria. Tali tendenze a livello settoriale dovrebbero confermarsi anche nel primo trimestre del 2025, come conseguenza di una modesta domanda di beni, di una notevole incertezza sulle politiche commerciali e degli effetti del precedente inasprimento della politica monetaria. In particolare, si segnala che la debolezza del settore industriale si riflette attualmente nella contrazione della domanda di lavoro nel settore.

A dicembre 2024 l'inflazione complessiva nell'area dell'euro, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), è salita al 2,4 per cento, dal 2,2 in novembre. Tale incremento, comunque atteso e lievemente al di sotto delle proiezioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema in dicembre 2024, nonostante i prezzi del gas e del petrolio fossero più elevati di quanto previsto, è riconducibile principalmente ad un'inflazione dei beni energetici più elevata e ad un lieve aumento dell'inflazione dei servizi. Nel breve periodo l'inflazione dovrebbe oscillare intorno al suo attuale livello. Le misure dell'inflazione di fondo, i cui valori sono rimasti sostanzialmente stabili in dicembre 2024, collocandosi tra il 2,0 e il 2,8 per cento, evolvono in linea con un ritorno sostenuto all'obiettivo della BCE del 2 per cento a medio termine per l'inflazione complessiva.

La misura dell'inflazione interna, pari al 2,7 per cento nel III trimestre 2024 rispetto al 2,9 del trimestre precedente, rimane elevata, seppur in calo significativo rispetto al valore pari al 6,4 per cento registrato nel I trimestre del 2023. Tale misura è spinta dalla robusta crescita salariale e dall'adeguamento ancora in corso dei prezzi in alcuni settori, che scontano un significativo ritardo nell'assorbire gli effetti della precedente impennata inflazionistica. Tuttavia, la crescita salariale si sta moderando (4,4 per cento nel terzo trimestre del 2024, in calo dal 5,2 del secondo trimestre), in linea con le previsioni, e i profitti attenuano in parte il loro impatto sull'inflazione. Difatti, l'attenuarsi delle pressioni sulla crescita salariale sarebbe in linea con le minori pressioni legate alla compensazione dell'inflazione e con il raffreddamento della domanda di lavoro.

Le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine, desunte dalle indagini e le misure di compensazione dell'inflazione a più lungo termine ricavate dai mercati sono rimaste sostanzialmente invariate al 2 per cento circa. Parimenti invariate appaiono le aspettative mediane per l'inflazione complessiva su un orizzonte di tre anni rimaste al 2,4 per cento, a fronte di un

aumento delle aspettative di inflazione complessiva a più breve termine che ha raggiunto il 2,8 per cento a dicembre 2024 dal 2,6 del mese precedente.

In relazione al mercato del lavoro nell'area Euro, i ricercatori della BCE rilevano che il tasso di disoccupazione si mantiene basso, nonostante i segnali di graduale rallentamento nel mercato del lavoro. Difatti, il tasso di disoccupazione si è collocato al minimo storico del 6,3 per cento a novembre 2024, invariato rispetto al mese precedente, consolidando il trend di calo degli ultimi due anni per effetto rilevante del cambiamento nella composizione delle forze di lavoro a favore di lavoratori in età più avanzata e con un livello di istruzione più elevato. Tuttavia, il mercato del lavoro continua a mostrare segnali di un graduale raffreddamento. Infatti, da un lato, è probabile che nel quarto trimestre del 2024 la crescita delle forze di lavoro si sia attestata e stabilizzata su un tasso inferiore rispetto agli ultimi trimestri, confermandosi tuttavia elevata in confronto ai tassi medi osservati fino al 2019; dall'altro, invece, si assiste ad una attenuazione della domanda di lavoro. Tale andamento è confermato dagli indicatori di breve periodo che ipotizzano che il rallentamento del mercato del lavoro continuerà nel primo trimestre del 2025.

I consumi privati in termini reali sono aumentati dello 0,7 per cento nel terzo trimestre del 2024, per effetto della forte crescita del reddito e del calo del tasso di risparmio delle famiglie. Tuttavia, è probabile che la spesa delle famiglie abbia segnato una moderazione nel quarto trimestre del 2024 dell'anno, per effetto anche al venir meno dei fattori temporanei che hanno caratterizzato la crescita nel III trimestre.

Secondo le stime della BCE, gli investimenti delle imprese nel III trimestre del 2024 (approssimati dagli investimenti in beni diversi dalle costruzioni al netto delle attività immateriali irlandesi) hanno subito una contrazione dell'1,2 per cento. Nello specifico, si osserva che gli investimenti in macchinari sono diminuiti per il terzo trimestre consecutivo, gli investimenti nei trasporti hanno segnato una flessione, dopo una lieve ripresa osservata nella prima metà dell'anno e gli investimenti immateriali hanno continuato ad aumentare ad un ritmo moderato.

A novembre 2024 le importazioni sono aumentate dell'1,1 per cento su tre mesi rispetto al precedente intervallo di tre mesi, in linea con il protrarsi di una crescita modesta dei consumi nel quarto trimestre. Al tempo stesso, invece, le esportazioni dell'area dell'euro hanno subito una contrazione, a fronte delle persistenti sfide in termini di competitività. A dicembre 2024 gli ordinativi dall'estero hanno continuato a diminuire alimentando la tendenza al calo delle quote di mercato dell'area dell'euro, a fronte di una crescente concorrenza da parte della Cina e dei persistenti problemi di competitività per i produttori dell'area.

In conclusione, secondo le previsioni della BCE, l'attività nell'area dell'euro, seppur caratterizzata da un elevato grado di incertezza, dovrebbe rafforzarsi nel medio periodo per effetto di una ripresa dei consumi, della tenuta del mercato del lavoro, del calo dell'inflazione, del rafforzamento della domanda estera e del venir meno degli impatti esercitati dal precedente inasprimento della politica monetaria.

Nell'ultimo trimestre del 2024 **l'attività economica in Italia**, come nel resto dell'area Euro, si è mantenuta debole. Tale andamento congiunturale è conseguente al rallentamento dei servizi e alla

persistente debolezza della manifattura. La contrazione dell'attività del comparto residenziale è controbilanciata dalle attività delle costruzioni, in particolare dei fabbricati non residenziali, favorite dall'impulso delle opere del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR).

La domanda interna sembra frenata dalle condizioni per investimento che permangono non favorevoli e dalla decelerazione della spesa delle famiglie. Tuttavia, le proiezioni dei ricercatori di Banca d'Italia indicano che la crescita economica acquisirebbe slancio nel corso di quest'anno, collocandosi intorno all'1 per cento in media nel triennio 2025-27.

Sul fronte degli scambi con l'estero e della bilancia dei pagamenti si osserva che, negli scorsi mesi estivi, il contributo della domanda estera netta alla dinamica del PIL reale è risultato negativo. Difatti, le esportazioni sono diminuite per il terzo trimestre consecutivo mentre le importazioni sono tornate a crescere. Inoltre, nel corso dell'autunno scorso le esportazioni di beni italiani, secondo le stime di Banca d'Italia, sarebbero state frenate da una domanda mondiale – così come precedentemente rilevato - in decisa flessione. Tuttavia, l'avanzo di conto corrente, pur rimanendo in surplus, ha subito una significativa contrazione. Il conto finanziario ha registrato, invece, un ampio avanzo per effetto dell'ulteriore riduzione del saldo debitorio su *target* mentre gli investitori non residenti hanno continuato ad acquistare titoli pubblici italiani.

Sul fronte del mercato del lavoro si osservano andamenti e tendenze potenzialmente contrastanti. Si osserva l'aumento del numero degli occupati e contestualmente una graduale flessione della partecipazione, in particolare dei giovani, fenomeno quest'ultimo che contribuisce a ridurre a livello straordinariamente basso il tasso di disoccupazione. Positivo appare la dinamica della crescita delle retribuzioni nel settore privato, per effetto dei rinnovi contrattuali, che incidono sul processo di graduale recupero del potere d'acquisto delle famiglie.

Negli ultimi mesi del 2024 l'inflazione di fondo è rimasta moderata, pur scontando un livello più elevato nella componente dei servizi. L'inflazione al consumo al di sotto del 2 per cento per effetto del calo dei prezzi dei beni energetici. Tuttavia, Banca d'Italia segnala che l'aumento dei prezzi al consumo, per gli effetti temporanei conseguenti all'entrata in vigore del nuovo sistema di scambio di quote di emissione di inquinanti e di gas a effetto serra nell'Unione europea, si collocherà all'1,5 per cento nel biennio 2025-26 (dall'1,1 nel 2024), raggiungendo il 2,0 nel 2027.

Su fronte dei conti pubblici, si osserva che il programma di aggiustamento dei conti pubblici, come rappresentato nel Piano strutturale di bilancio di medio termine per gli anni 2025-31, ha conseguito una valutazione positiva da parte della Commissione europea. Con riferimento alla legge di bilancio per il triennio 2025-2027, approvata dal Parlamento lo scorso dicembre, le valutazioni effettuate dal Governo italiano prevedono l'utilizzo di circa la metà delle risorse destinate agli interventi espansivi per rendere di carattere strutturale la rimodulazione dell'Irpef e la riduzione del cuneo fiscale nonché un incremento dell'incidenza dell'indebitamento netto sul PIL crescente nel periodo 2025-2027 ovvero di 0,4 punti percentuali nel 2025, di 0,6 nel 2026 e di 1,1 nel 2027.

Il progressivo processo di allentamento della politica monetaria, sostanziato dai tagli dei tassi di riferimento della Banca Centrale Europea, sta producendo effetti sui costi della raccolta bancaria e del credito. Tuttavia, permane modesta la domanda di finanziamento delle imprese per effetto della debolezza della dinamica e livello degli investimenti e di criteri di offerta che rimangono restrittivi.



**L'economia pugliese** nel corso del primo semestre del 2024 è cresciuta seppur in misura meno intensa rispetto all'anno precedente. Difatti, nella prima parte del 2024, secondo le analisi condotte dalla Banca d'Italia, attraverso l'indicatore trimestrale dell'economia regionale (ITER), nel primo semestre del 2024, il prodotto è aumentato dello 0,5 per cento, dato di poco superiore alla media nazionale (0,4 per cento) e di poco inferiore a quello del Mezzogiorno (0,6).

Il settore industriale ha mostrato alcuni segnali di recupero del livello di attività, specie con riguardo alle imprese di minori dimensioni, a fronte del lieve calo del 2023. Tuttavia, il settore continua ad essere influenzato dall'incertezza del quadro geopolitico internazionale e dalla bassa domanda proveniente dall'estero, che ha comportato, nel primo semestre del 2024, un leggero calo delle esportazioni. Inoltre, la dinamica investimenti delle imprese del settore, già di segno negativo nel 2023, ha subito un ulteriore indebolimento. In termini complessivi il settore delle costruzioni è stato interessato da una dinamica di crescita ridotta: difatti, da un lato, il comparto delle opere pubbliche è cresciuto per effetto degli interventi finanziati dal Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR); dall'altro, invece, il comparto residenziale ha risentito del calo delle compravendite e della ridefinizione delle misure di incentivo per la riqualificazione energetica delle abitazioni. Sul fronte del settore dei servizi, per effetto soprattutto della forte domanda turistica, gli indicatori evidenziano un quadro di crescita seppur moderata.

Nel complesso, seppur in presenza di un andamento congiunturale caratterizzato da un rallentamento complessivo dell'attività economica, le aspettative delle imprese sulla redditività dell'anno 2024 sono rimaste nel complesso positive. Difatti, la quota di aziende pugliesi che prevedono di chiudere l'esercizio 2024 in utile, secondo il tradizionale sondaggio congiunturale condotto dalla Banca d'Italia, ha continuato a mantenersi elevata nel confronto storico e simile a quella registrata nell'esercizio 2023.

Sul fronte del mercato del lavoro, nel corso del primo semestre del 2024, si è rilevata un lieve flessione delle forze di lavoro per effetto dell'andamento espansivo dell'occupazione espansivo e della contrazione del numero dei disoccupati. Permangono, tuttavia, per le ragioni suddette difficoltà nella ricerca di manodopera. Si osserva, inoltre, che è continuata, nel corso del I semestre del 2024, la ripresa del potere di acquisto delle famiglie, già evidenziatasi negli ultimi mesi del 2023, per effetto del calo dell'inflazione e dell'aumento dei redditi nominali.

Sul fronte della dinamica dei prestiti alle imprese, per effetto di livelli di liquidità che rimangono elevati e di criteri di offerta creditizia improntati sempre più alla cautela, si osserva una progressiva intensificazione del calo rispetto alla fine del 2023, con particolare riferimento alle imprese di piccole dimensioni.

Difatti, dai dati pubblicati da Banca d'Italia nell'aggiornamento congiunturale del novembre 2024 relativi alla regione Puglia (Banca d'Italia, Economie regionali – L'economia della Puglia, aggiornamento congiunturale, novembre 2024), si rileva ad agosto 2024 un'intensificazione del calo dei prestiti bancari erogati alle imprese, pari al 2,8 per cento su base annua e all'1,8% rispetto a dicembre 2023. La contrazione ha riguardato sia le piccole imprese (-6,7 per cento) sia le medio-grandi (-1,4 per cento). Dal punto di vista settoriale, invece, si osserva una crescita, seppur

marginale, dei prestiti erogati al comparto manifatturiero e un peggioramento di quelli erogati al settore dei servizi e delle costruzioni.

Sul fronte del costo del credito alle imprese alla fine del secondo trimestre del 2024, anche se in leggero calo, è rimasto su livelli elevati rispetto ai semestri precedenti più prossimi. Difatti, il tasso di interesse effettivo (TAE) medio sui prestiti prevalentemente rivolti al finanziamento dell'operatività corrente, pari al 7,4 per cento a fine 2023, si è attestato al 7,2 per cento alla fine di giugno 2024. Con riferimento al tasso annuo effettivo globale (TAEG) sulle nuove erogazioni connesse con le esigenze di investimento, invece, i ricercatori di Banca d'Italia rilevano una contrazione di 0,43 punti percentuali al giugno 2024 (6,87 per cento) rispetto al dicembre 2023 (6,44 per cento).

## **1.2 Le modalità di finanziamento delle imprese complementari/integrative al credito bancario: i minibond**

Il progressivo ed inarrestabile processo di disintermediazione creditizia posto in essere nel contesto italiano ha posto in maggior risalto il tema del finanziamento delle imprese: da un lato, le imprese sono indebolite dalla congiuntura; 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, 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 delle modalità e delle condizioni di accesso al credito, strumenti di finanziamento da parte del mercato, complementari/integrativi al tradizionale credito bancario, quali i minibond.

Nello specifico, attraverso differenti interventi normativi, 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.

Anche secondo la prospettiva dei manager di alcune imprese emittenti i minibond, intervistati nell'ambito dell'analisi condotta dal Politenico di Milano (7° Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia, novembre 2024), le motivazioni sottostanti all'emissione di minibond da parte delle PMI attengono a quattro differenti tipi: a) interesse a sperimentare questo nuovo canale di finanziamento per imparare a interfacciarsi con gli investitori professionali sul mercato e ottenere visibilità; b) i minibond consentono di avere certezza e stabilità sulla disponibilità di risorse

per un certo numero di anni; c) i minibond consentono diversificare le fonti di finanziamento e di evitare l'eccessiva dipendenza dal canale di finanziamento bancario; d) i minibond rappresentano una sorta di "prova generale" in vista di operazioni più impegnative quali il *private equity* e la quotazione in Borsa.

L'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano ha censito, al 30 giugno 2024, 812 piccole e medie imprese non finanziarie italiane emittenti 1.167 minibond con una raccolta di circa 4,9 miliardi di euro. Tra le suddette PMI, nel corso della prima parte del 2024, solo 27 hanno emesso per la prima volta titoli, a conferma della tendenza non particolarmente positiva per il mercato dei minibond, a causa delle incertezze dello scenario geopolitico e dell'aumento dei tassi di interessi nei mesi precedenti.

Secondo i dati raccolti dal suddetto Osservatorio, si osserva che la maggioranza dei titoli non sono quotati su un mercato borsistico, non hanno un rating rilasciato da un'agenzia esterna e fanno ricorso ad una garanzia reale, fornita o dalla stessa emittente o da soggetti esterni come il Fondo di Garanzia, SACE, i Confidi o le regioni attraverso le finanziarie regionali.

Il controvalore complessivo dei minibond collocati nel II secondo trimestre 2023 e nel I trimestre 2024 è pari a circa 609 milioni di euro, di cui circa 2/3 nel II semestre 2023 (circa € 407 milioni) e la parte rimanente, pari a 202 milioni di euro, nel I semestre del 2024.

In termini prospettici, per effetto delle operazioni di sistema legate ai "*basket bond*" e della contrazione dei tassi di interesse, nei prossimi mesi sia il numero sia il volume delle emissioni potrebbero migliorare. Tale dinamica potrebbe essere facilitata anche dall'emissione di *green bond*, che permettono il finanziamento di progetti con un impatto positivo sulla performance ambientale della PMI emittente e di *sustainability-linked bond*, che prevedono una remunerazione agganciata a metriche ESG e permettono di diversificare le fonti del capitale e di approccio al mercato degli investitori professionali con uno strumento meno gravoso rispetto al capitale di rischio.

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

L'ultima edizione disponibile del Rapporto VeM 2024 (VeM – Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2024) con riferimento al contesto italiano (XVII edizione), mostra come il mercato del *venture capital* italiano abbia ormai consolidato la fase di sviluppo iniziata tra la fine del 2020 e l'inizio del 2021 e sia pronto per poter fare un ulteriore passo verso i mercati europei più virtuosi.

In particolare, il suddetto rapporto mostra che il 2024 si chiude con un lieve aumento degli investimenti in startup con sede in Italia, che passano a circa 1,2 miliardi rispetto ai quasi 1,1 miliardi di Euro del 2023. Tali dati confermano il superamento strutturale della soglia del miliardo e con circa 700 milioni investiti in realtà estere promosse da founder italiani, più che raddoppiando il dato dell'anno precedente.

In termini di dimensioni dei deal, si segnala nel 2024, così come nel 2023, la mancanza di veri e propri mega deal, che invece avevano caratterizzato, con due deal da 300 milioni di euro ciascuno, l'anno 2022.

In termini di numero di *round*, invece, si registra a livello generale un rallentamento del 9%, da 330 del 2023 a 300 del 2024, con particolare riguardo agli investimenti *initial* (223) che, seppur oltre la soglia dei 200 *initial* registrata fino a tutto il 2020, si attestano per il secondo anno consecutivo sotto quota 300. Tale dinamica pare ascrivibile ad una maggiore concentrazione degli investitori verso società già in portafoglio, come evincibile dal maggiore numero di *follow-on* rispetto al passato.

Le dinamiche su rappresentate, tuttavia, non sono scevre da aspetti positivi, quali: a) l'intensificarsi della collaborazione tra operatori di matrice pubblica ed istituzionali e quelli privati, attraverso l'avvio di iniziative regionali a supporto degli ecosistemi locali; b) il lancio sempre più costante di nuovi fondi, sovente specializzati, anche in nuovi comparti settoriali; c) la crescente attenzione degli operatori internazionali; d) la partecipazione delle corporate agli investimenti, sia tramite vere e proprie strutture di CVC sia in modo meno articolato; e) il flusso di iniziative innovative provenienti da una rete sempre più attiva di acceleratori verticali e di poli di trasferimento tecnologico.

In relazione all'operatività, come già evidenziato nei precedenti anni, a fronte di primi round di immissione di capitale caratterizzati da particolare successo, alcuni operatori hanno incentrato parte della propria attività sui secondi e terzi *round* di investimento (operazioni di *follow-on*). Come riscontro quantitativo alla suddetta operatività, nel rapporto VeM 2024 è riportato che il numero di operazioni cosiddette *follow-on* che erano pari a 32 nel 2021 si sono attestate a circa 80 nel 2024, proprio ad evidenziare il supporto degli investitori volto a far crescere sempre più rapidamente alcune società che si sono dimostrate valide e stanno proseguendo a ritmo elevato il proprio percorso di sviluppo.

Dal punto di vista settoriale, nel rapporto VeM 2024, stante il primato dell'ICT e dell'interesse verso le *Life Sciences*, il *fintech* rimane nelle prime posizioni. Parimenti degni di nota appaiono il flusso di investimenti verso l'Agrifood e il comparto Energia e Ambiente.

In sintesi, l'anno 2024 rappresenta un anno di continuità e consolidamento rispetto all'andamento del 2023 e più in generale con il percorso avviatosi tra la fine del 2020 e il 2021. Tuttavia, ad eccezione dei risultati conseguiti nell'anno 2022 caratterizzatosi per la presenza di due mega deal di 300 milioni di euro, si osserva come il mercato italiano non è stato ancora in grado di progredire allo step successivo di crescita, che richiede un flusso di investimenti decisamente maggiore e la presenza costante di mega deal. In definitiva, per cercare di sviluppare il mercato del *Venture capital* in Italia, pare necessario intensificare la collaborazione tra pubblico e privato, le transizioni *green* e digitale e massimizzare l'utilizzo delle risorse del PNRR.

## CAPITOLO 2. IDENTIFICAZIONE DELLA DOMANDA POTENZIALE E STRUMENTI FINANZIARI

### 2.1 Analisi dei fallimenti di mercato

L'adozione di SF grazie ai contributi dei fondi strutturali ha come obiettivo l'incentivazione di investimenti caratterizzati da difficoltà nel reperimento delle risorse finanziarie necessarie. Ciò è dovuto potenzialmente sia a una scarsa disponibilità di fondi sia ad un alto costo associato al finanziamento, che gli strumenti finanziari possono contribuire ad alleviare, fornendo liquidità e requisiti collaterali.

Pertanto, uno degli aspetti principali nella realizzazione di una valutazione ex ante risiede nella analisi e nella quantificazione dei fallimenti di mercato.

Con il concetto di fallimento di mercato, in coerenza con quanto previsto dalle *best practices*, si fa riferimento ad 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. In generale, a causa dei fallimenti di mercato non si verifica l'incontro tra domanda e offerta in termini quantitativi o qualitativi.

In merito agli SF nella forma dei prestiti e delle garanzie si fa particolare riferimento al fallimento di mercato relativamente al settore del 'credito' (c.d. "*financing gap*"), dove per determinate categorie di prenditori non si realizza l'incontro tra domanda ed offerta di credito. Negli ultimi anni, anche a seguito della crisi economico-finanziaria e della trasformazione degli scenari globali, le problematiche legate al mercato del credito si sono acutizzate, rendendo l'accesso al credito per i nuovi imprenditori e le imprese minori ancor più difficoltoso, ed esacerbando per tal via il *financing gap*. Pertanto per tali tipologie di prenditori, a causa di potenziali fallimenti di mercato, non si verifica l'incontro tra domanda potenziale e offerta di credito, con il risultato del razionamento del credito.

Anche per lo Strumento Finanziario nella forma dei Minibond 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) risulta essere l'accesso al mercato obbligazionario.

In termini esemplificativi, il potenziale *financing gap* deriva dalla circostanza che la domanda potenziale stimata risulta stabilmente superiore rispetto all'offerta di credito. Nello specifico, si rappresenta il *financing gap* storico (relativo alla precedente programmazione) e prospettico (relativo alla nuova programmazione), con una progressiva riduzione, derivante proprio dall'implementazione degli SF volti proprio a colmare tale *financing gap*.

In coerenza con le *best practices* europee, al fine di stimare il *financing gap* è opportuno tenere in considerazione la domanda di credito 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.

La differenza tra domanda potenziale e offerta di credito permette di stimare il *financing gap*. Risulta, però, opportuno analizzare le cause alla base del *financing gap* per capire se si tratti specificatamente di un fallimento di mercato. Nello specifico, si è davanti ad un fallimento di mercato quando la domanda potenziale non risulta pienamente soddisfatta a causa di malfunzionamenti e imperfezioni del mercato, sebbene il prenditore sia sano e meritevole di credito, nonché quando prevede investimenti economicamente e finanziariamente sostenibili.

In termini esemplificativi, possibili cause del razionamento del credito che si configurano come fallimenti di mercato possono essere:

- politiche bancarie restrittive, a svantaggio in particolare di determinate categorie di prenditori e di settori;
- mancanza di storia creditizia da parte dei prenditori che non permette una facile e rapida valutazione del merito creditizio da parte delle istituzioni creditizie;
- 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 capacità di valutare il merito creditizio dei prenditori;
- elevato *cost-to-serve* bancario per la distribuzione dei finanziamenti che rende economicamente poco sostenibile la concessione di prestiti di importo ridotto.

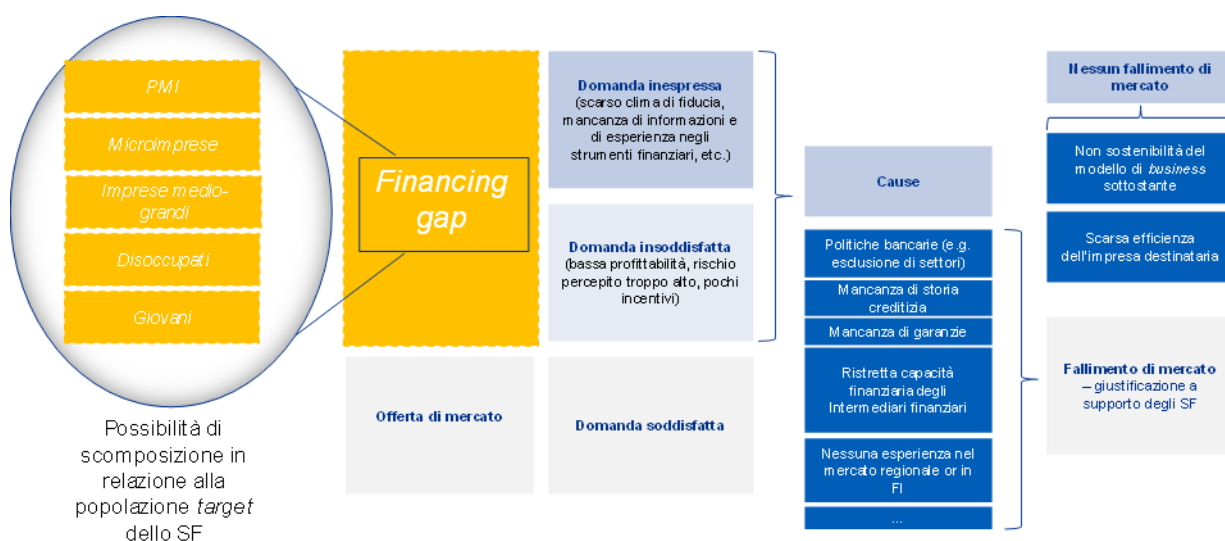
Non costituisce fallimento di mercato il caso in cui i richiedenti risultino economicamente poco sostenibili o presentino un elevato rischio di *default* e di conseguenza la loro domanda non risulti soddisfatta dai canali creditizi a causa dei meccanismi di selezione automatici attuati dal mercato. Più nel dettaglio, non costituisce fallimento di mercato il caso in cui i richiedenti non riescano ad accedere al credito a causa di una scarsa sostenibilità economica e/o finanziaria dei progetti e degli investimenti presentati.

In termini esemplificativi, possibili cause del razionamento del credito che non si configurano come fallimenti di mercato possono essere:

- scarsa sostenibilità economico e/o finanziaria del *business* aziendale;
- scarsa sostenibilità economico e/o finanziaria del piano di investimento o di sviluppo presentato agli intermediari finanziari.

L'obiettivo dell'analisi dei fallimenti di mercato è, pertanto, quello di analizzare per la popolazione *target* di ogni SF la presenza di un fallimento di mercato e, di stimarne il conseguente *financing gap*. La figura 1 illustra, in maniera sintetica, la composizione del *financing gap* e le possibili cause di base.

Figura 1. *Financing gap*



## 2.2 Analisi degli strumenti finanziari

Sulla base dell'analisi dell'esistenza di fallimenti del mercato che limitano la crescita e lo sviluppo economico e sociale, si possono strutturare ed implementare SF volti a facilitare il superamento delle cause che determinano i suddetti fallimenti, o comunque a limitare il *financing gap*.

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

Per ciascuno SF in esame, in coerenza con le best practices europee, per la valutazione quantitativa del valore aggiunto vengono esaminati per singolo SF:

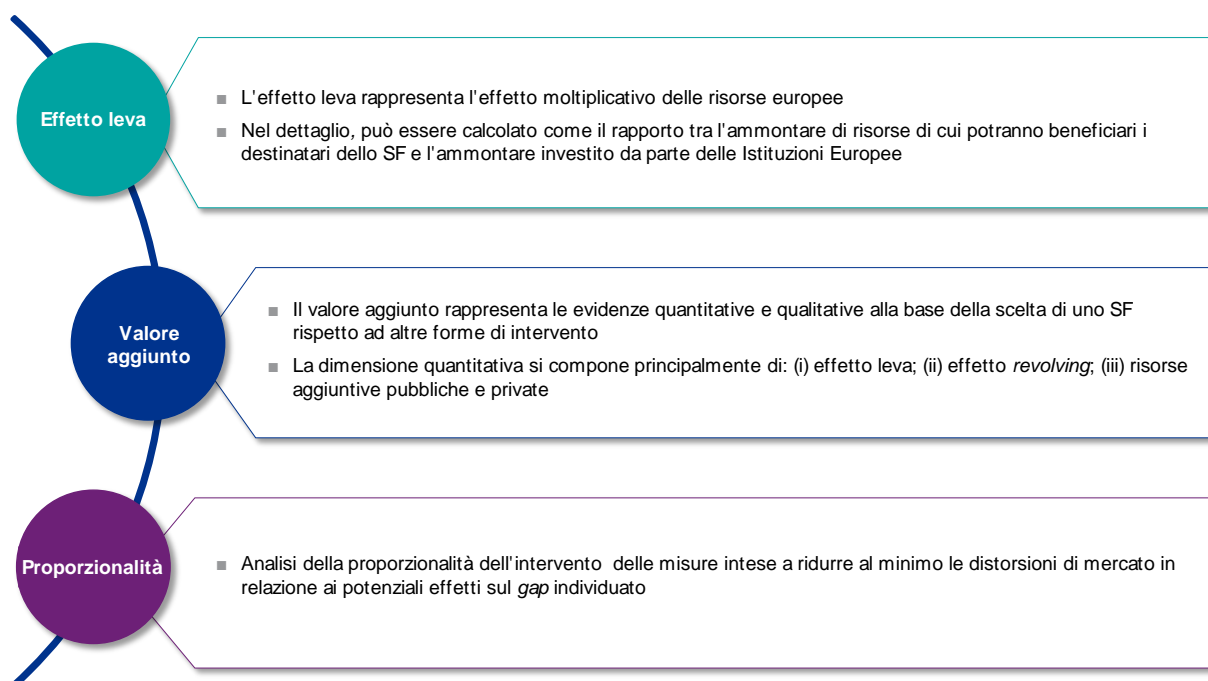
- **effetto leva**, che rappresenta l'effetto moltiplicativo delle risorse europee. Nel dettaglio, coerentemente con le best practices europee, può essere calcolato come il rapporto tra l'ammontare di risorse di cui potranno beneficiare i destinatari dello SF (anche grazie alle risorse finanziarie addizionali rispetto alla quota del contributo UE al PO) e l'ammontare investito da parte delle Istituzioni Europee. Il calcolo dell'effetto leva non deve tener conto di eventuali contributi da parte dei beneficiari finali. Infine, il valore aggiunto è proporzionale all'andamento dell'effetto leva, in quanto grazie al contributo del PO è possibile attrarre maggiori risorse aggiuntive;
- **effetto revolving**, ovvero il beneficio derivante dalla possibilità di reimpiego delle risorse derivanti dai rimborsi dei destinatari (o dal disimpegno delle garanzie fornite) a favore di altri destinatari. Il valore aggiunto è proporzionale all'andamento dell'effetto revolving, in quanto un maggior numero di destinatari potrà beneficiare delle 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). Rappresenta uno dei principali benefici degli SF in quanto offre la possibilità di attrarre risorse pubbliche e private aggiuntive per il finanziamento degli Interventi *Target*, crea un potenziale maggior impatto finanziario rispetto ad uno strumento a fondo perduto ed incrementa così le potenzialità di conseguire gli obiettivi fissati dalla Pubblica Amministrazione.

Infine, in coerenza con le best practices europee, per il completamento dell'analisi quantitativa dello SF è opportuno analizzare la proporzionalità dell'intervento dello SF rispetto *financing gap* individuato.

La Figura che segue, sintetizza, i principali elementi della valutazione quantitativa degli SF.

*Figura 2. Elementi principali della valutazione quantitativa per SF*





## CAPITOLO 3. ANALISI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI ADOTTATI NELLA PROGRAMMAZIONE 2014/2020

### 3.1 L'offerta di strumenti finanziari, nella forma dell'equity e dei minibond, nella programmazione 2014/2020 dei Fondi strutturali

Nell'ambito della Programmazione 2014-2020, la Regione ha inteso favorire l'accesso al credito delle PMI regionali. In tale contesto, la Regione, nell'ambito dell'Azione 3.8, ha costituito uno strumento finanziario nella forma del Fondo Equity e del Fondo Minibond Puglia, due strumenti finanziari finalizzati a favorire ed agevolare l'accesso al mercato dei capitali e del credito non bancario in Puglia.

#### 3.1.1 JEREMIE Acceleration and Seed instrument in Bulgaria

##### 3.1.1.1 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.

### *3.1.1.2. 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 al 100%.

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.

### *3.1.2 Fondo Minibond*

#### *3.1.2.1 Struttura del Fondo*

La Regione Puglia, facendo proprie le priorità dettate dalla strategia europea di sviluppo "Europa 2020", ha attuato una strategia tesa ad una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva e al raggiungimento della coesione economica, sociale e territoriale.

In tale contesto, sulla scorta di quanto previsto dal P.O. regionale, Azione 3.8 – "Interventi di miglioramento dell'accesso al credito e di finanza innovativa", la Regione Puglia ha favorito la creazione di strumenti finanziari finalizzati alla "Promozione della finanza obbligazionaria innovativa delle PMI pugliesi", 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 (minibond).

Il Fondo Minibond è uno strumento finanziario innovativo, costituito dalla Regione Puglia, ai sensi del Regolamento UE 1303/2013, finalizzato a sostenere i piani di sviluppo delle PMI che hanno le potenzialità per emettere Minibond supportati da garanzie pubbliche, favorendo la complementarietà con il sistema del credito bancario attraverso l'utilizzo di un canale alternativo che si traduce nel ricorso al mercato di capitali.

Puglia Sviluppo (società *in house* alla Regione) gestisce il Fondo istituito che ha una dotazione di 40.000.000 di euro, nella forma del *junior cash collateral*.

L'intervento di Puglia Sviluppo, in qualità di gestore del Fondo, si sostanzia nello strumento finanziario nella forma della Garanzia di portafoglio. Nello specifico, Puglia Sviluppo interviene con una garanzia di portafoglio che fornisce una copertura del rischio delle prime perdite del portafoglio di Minibond. La percentuale di garanzia alla data di emissione non supera il 25% dell'esposizione al rischio a livello di portafoglio (spessore della tranche junior). Il tasso di garanzia, a copertura delle prime perdite, che costituisce aiuto, è pari al 100%. Il vantaggio finanziario del contributo pubblico al Fondo viene interamente trasferito ai destinatari finali sotto forma di riduzione del tasso di remunerazione dei minibond.

Le iniziative imprenditoriali da finanziarsi con l'emissione di Minibond possono riguardare investimenti in attivi materiali da realizzarsi nel territorio della regione Puglia e i costi collegati per attivo circolante.

I Minibond devono essere di nuova emissione e avere una scadenza massima di 7 anni, e possono avere un importo compreso tra € 2.000.000,00 (duemilioni/00) e € 10.000.000 (diecimilioni/00).

Per l'attuazione dello strumento è stata selezionata, tramite procedura pubblica, la Banca Unicredit in qualità di *Arranger*.

L'*Arranger* può strutturare una o più emissioni di Note (slot), fino alla concorrenza complessiva di Euro 160.000.000,00. Lo strumento finanziario ha un effetto leva pari a 4.

L'operazione può essere riassunta in due fasi:

- 1) ciascuna PMI emette un Bond;
- 2) i bond, complessivamente considerati, sono sottoscritti da una società veicolo (SPV) ed utilizzati come attivi a garanzia di titoli ABS (cd. "Note") emessi dalla SPV e collocati presso Investitori istituzionali qualificati.

Il Minibond può essere emesso da PMI valutate economicamente e finanziariamente sane. In particolare, le società candidate emittenti devono essere in possesso dei seguenti requisiti minimi:

- a) Fatturato minimo di 5 milioni di euro;
- b) EBITDA in percentuale sul fatturato non inferiore al 4%;
- c) Posizione Finanziaria Netta/EBITDA < 5;
- d) Posizione Finanziaria Netta/Equity < 3,5.

In alternativa ai requisiti di cui alle lettere b), c) e d), l'impresa può presentare la certificazione del rating B+ (secondo scala S&P).

### 3.1.2.2 Lezioni apprese

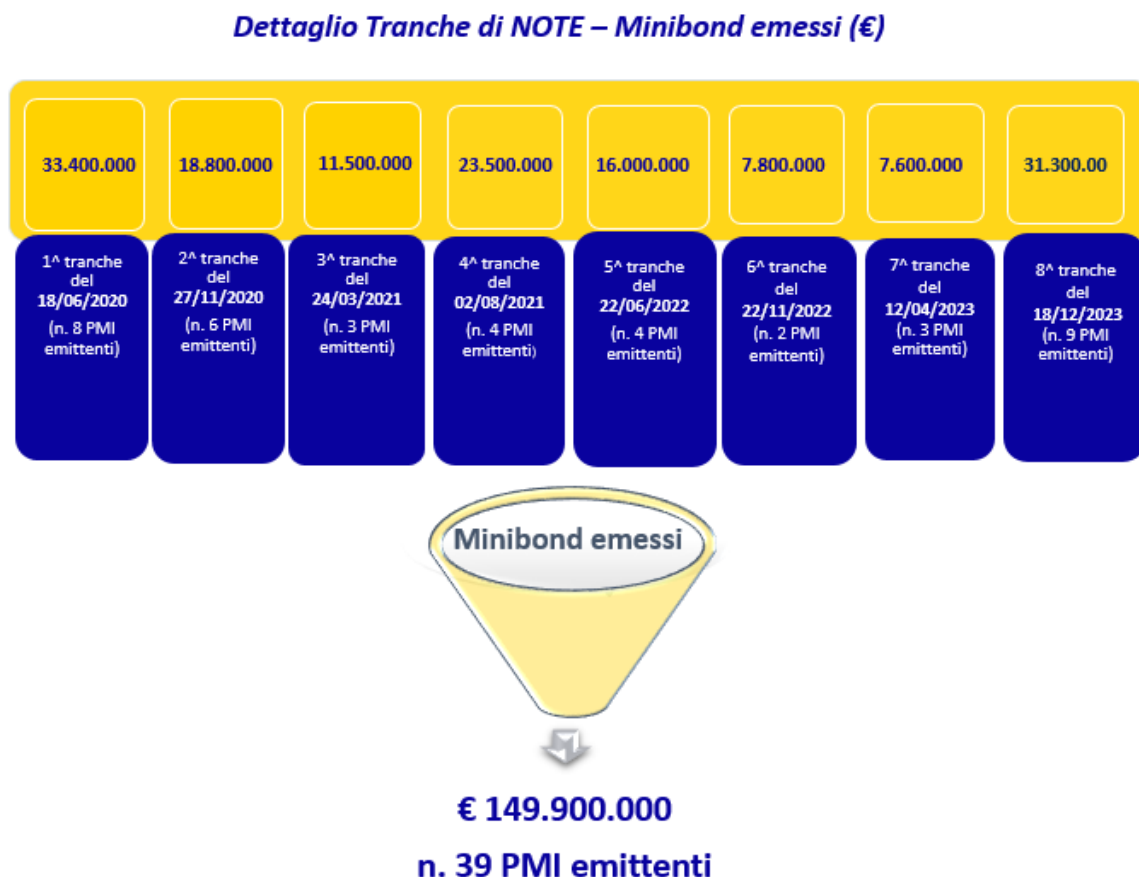
Per ciò che concerne l'operatività del Fondo, si evidenzia che le PMI interessate presentano a Puglia Sviluppo la domanda di candidatura.

Le attività di valutazione dei requisiti delle PMI candidate sono svolte da Puglia Sviluppo che trasmette gli esiti all'Arranger. Successivamente, viene espletata la fase di valutazione di finanziabilità da parte dell'Arranger e degli Investitori Istituzionali e vengono selezionate le PMI "eleggibili" emittenti i titoli (Minibond).

A seguito delle suddette valutazioni di finanziabilità, da giugno 2020 a dicembre 2023, sono state strutturate n. 8 *tranches* di Note (cd. Closing) corrispondenti a n. 39 PMI che, a fronte dell'erogazione di prestiti obbligazionari, hanno emesso titoli (Minibond) per un ammontare complessivo di € 149.900.000, pari al 93,69% del target previsto (€ 160.000.000). A seguito di tali emissioni, l'importo delle risorse impegnate nella forma della garanzia di portafoglio ammonta ad € 35.112.500 pari al 25% della quota di portafoglio cartolarizzata pari ad € 140.450.000. Tale importo a sua volta è pari a circa il 95% del totale erogato di € 149.900.000, al netto di circa il 5% mantenuto da Unicredit (*retention*).

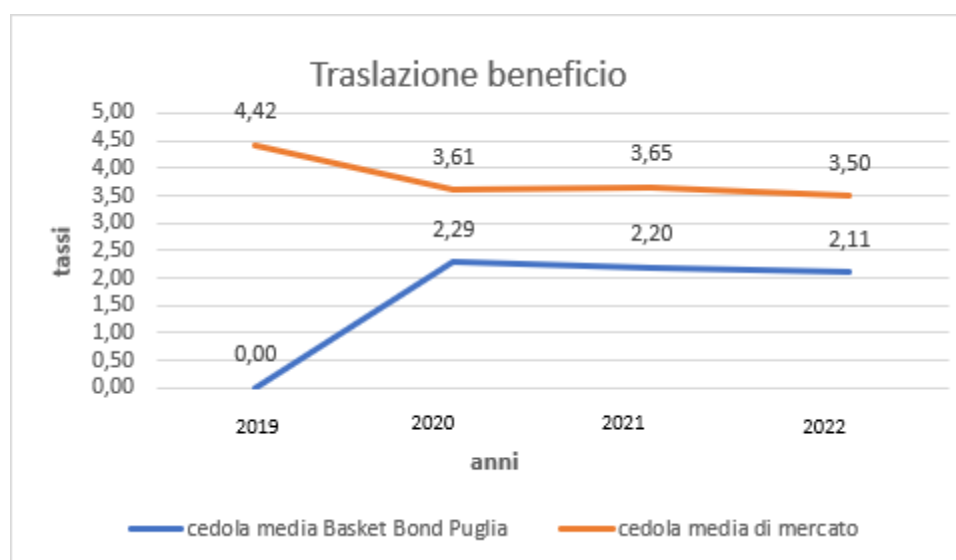
Nella figura che segue è riportata la sintesi delle informazioni relative ai minibond emessi al primo semestre 2023.

Figura 3. Minibond emessi nel periodo giugno 2020-settembre 2023



La Figura n. 4 rappresenta la traslazione del beneficio in favore degli emittenti, in termini di minor *pricing* rispetto ad operazioni simili a valere sul mercato obbligazionario<sup>1</sup> di riferimento nel corso delle differenti emissioni per gli anni 2020, 2021, 2022. Si precisa che la cedola di un minibond può essere fissa o variabile in funzione delle aspettative sull'andamento dei tassi sul mercato risk-free. Per gli anni 2020 e 2021 le emissioni del Basket Bond Puglia (BBP) sono state fatte a cedola fissa, mentre per l'anno 2022, caratterizzato da un costante rialzo dei tassi risk-free, le imprese hanno optato per un tasso variabile. La cedola media fissa del mercato per l'anno 2022 è stata pari a 5,18%, ma, ai fini dell'analisi di cui sopra è stata presa in considerazione la componente di credit spread inclusa nella cedola fissa di mercato pari a circa il 3,5%. Ne deriva che nel periodo 2020-2022, il beneficio rispetto ai tassi di mercato per le società emittenti si è attestato tra l'1,32% e l'1,45%.

*Figura 4. Cedole e traslazione del beneficio dei minibond emessi dal 2020 al 2022*



Nell'ambito delle operazioni Basket Bond, le imprese, oltre ai benefici diretti come il minor *pricing* dei prestiti obbligazionari rispetto al mercato, giovano anche di vantaggi "indiretti". In Italia, infatti, numerose piccole e medie aziende, pur avendo accesso al credito bancario, vogliono sperimentare i minibond per acquisire competenze nuove rispetto al mercato dei capitali e ottenere un effetto di "certificazione" e di "legittimazione". Infatti, per un buon numero di PMI il minibond rappresenta una tappa in un percorso di crescita che inizia ben prima e che prevede una serie di altre tappe importanti, già predefinite da un piano di sviluppo. Dall'emissione di minibond deriva un effetto di marketing, legato alla diffusione della conoscenza dell'azienda, dei suoi prodotti e dei suoi servizi, con un effetto di "certificazione" verso fornitori e clienti e di incremento del prestigio dell'azienda.

<sup>1</sup> Cfr. 6°, 7°, 8° e 9° Report Italiano sui MiniBond elaborati dall'Osservatorio MiniBond del Politecnico.

e degli imprenditori. L’acquisizione del rating, inoltre, rappresenta sicuramente l’informazione principale che il mercato può avere circa il rischio di insolvenza dell’emittente.

Altrettanto interessante analizzare il trend dei parametri finanziari oggetto di valutazione da parte dell’Arranger e degli Investitori istituzionali, nella fase di valutazione di finanziabilità. Nelle figure sotto riportate, è rappresentato l’andamento, negli anni 2020, 2021 e 2022, dei seguenti parametri finanziari: EBITDA, indebitamento finanziario, posizione finanziaria netta e patrimonio netto.

Figura 5. EBITDA. Trend negli anni 2020, 2021 e 2022

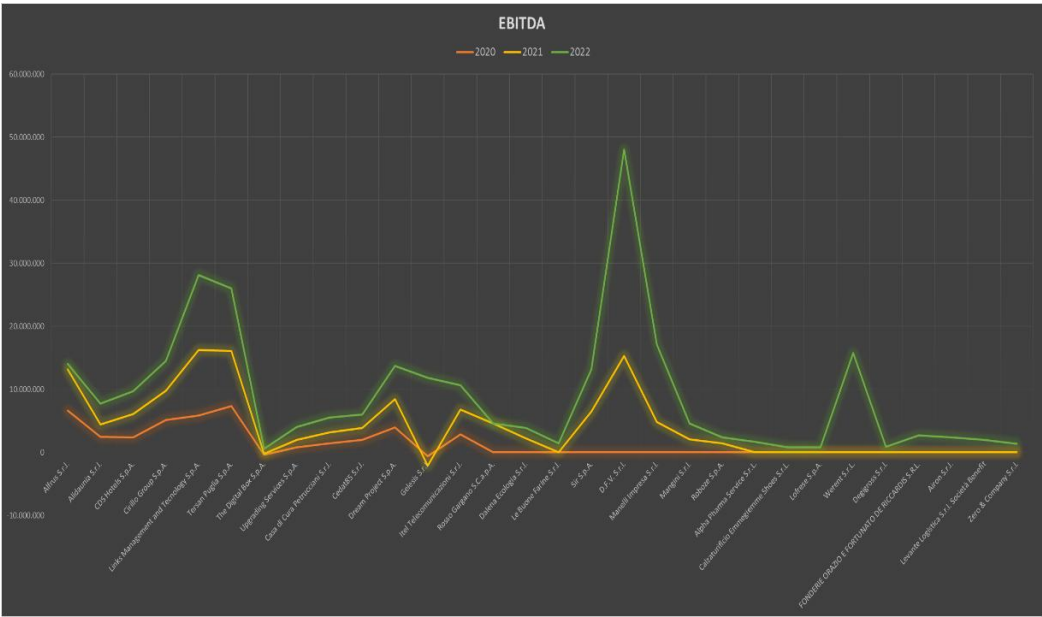


Figura 6. Indebitamento finanziario rilevante. Trend negli anni 2020, 2021 e 2022

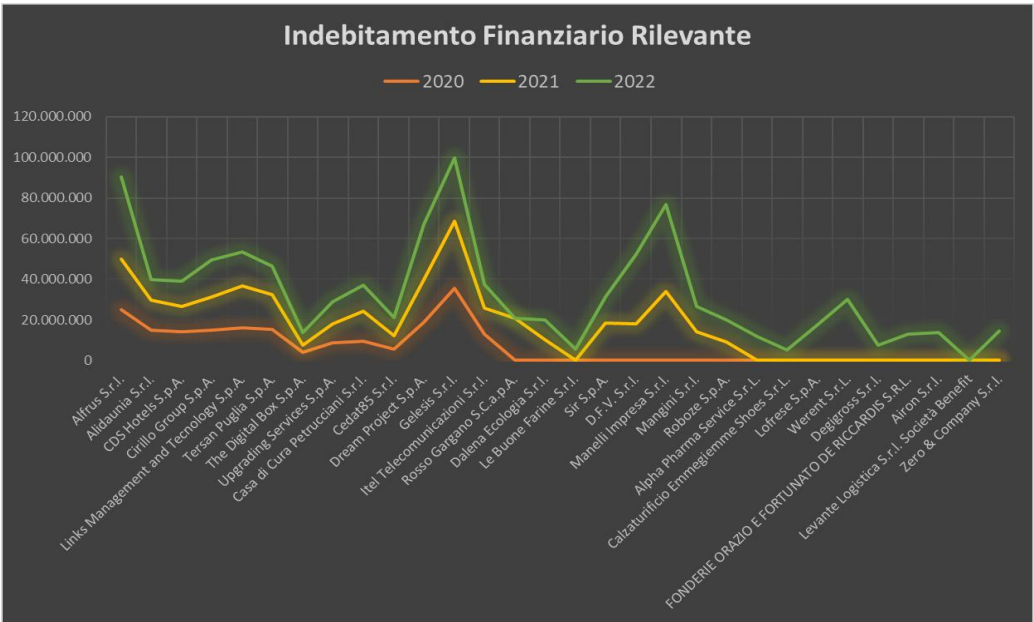


Figura 7. Posizione finanziaria netta. Trend negli anni 2020, 2021 e 2022

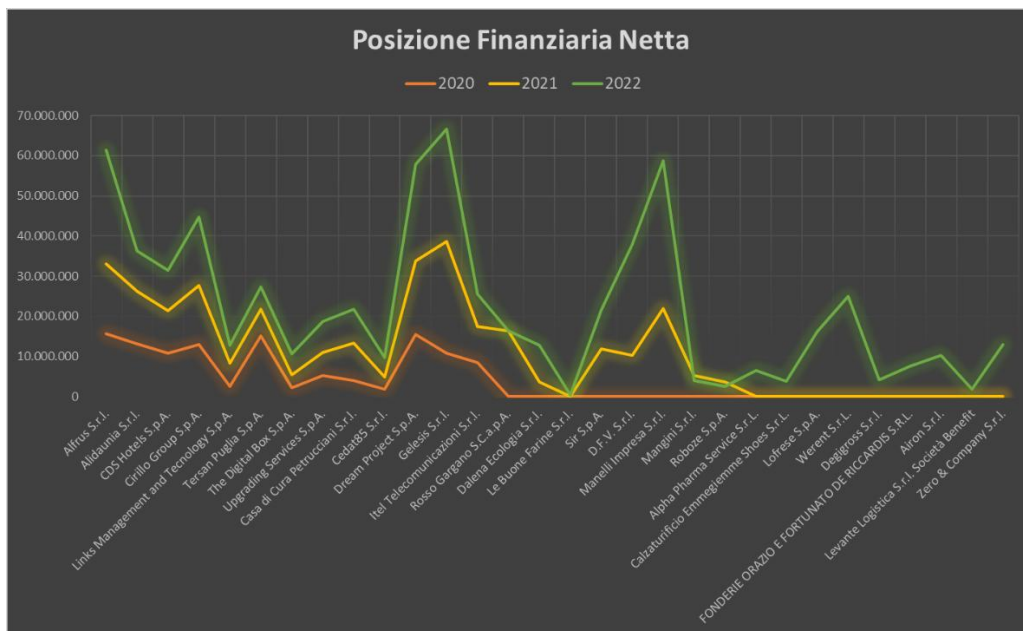
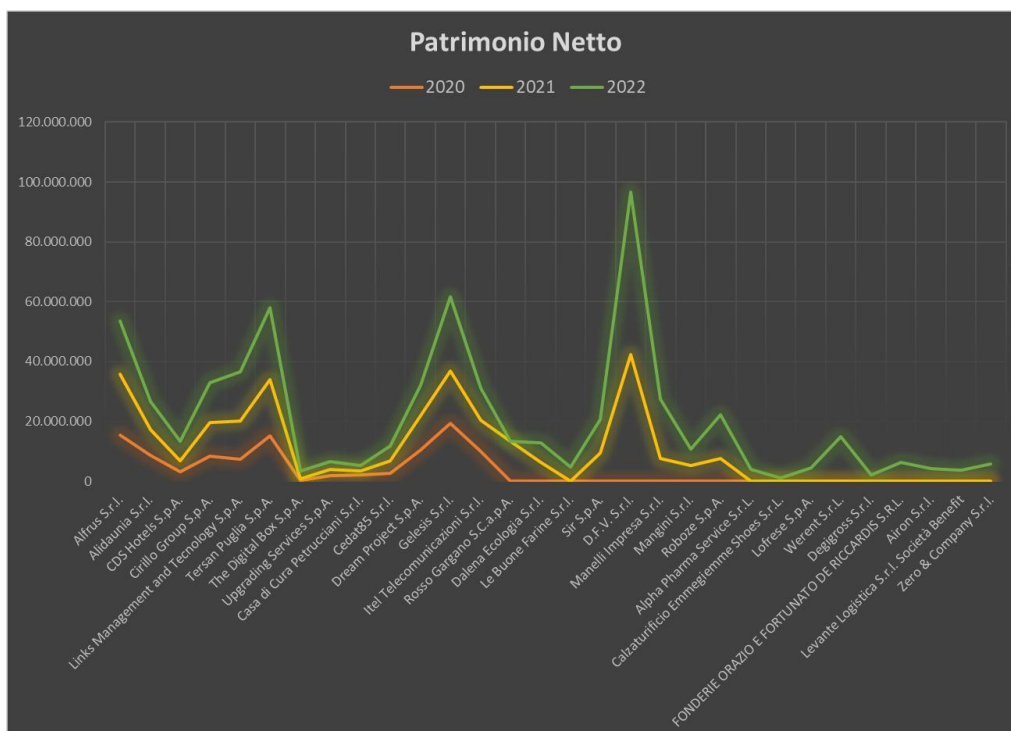


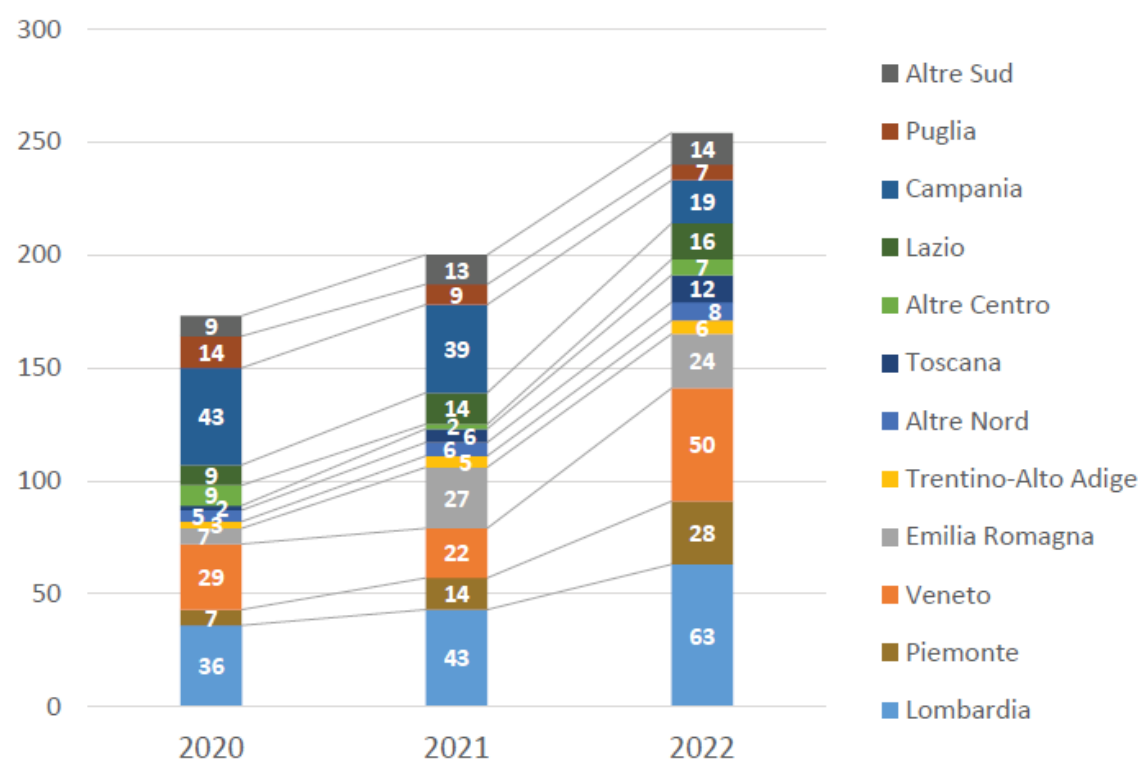
Figura 8. Patrimonio netto. Trend negli anni 2020, 2021 e 2022



È possibile, infine, analizzare gli esiti dell'attuazione del fondo nel contesto nazionale, considerando che, in Puglia, nel 2019 (periodo antecedente l'intervento delle finanziarie regionali) sono state

effettuate solo 3 emissioni. È possibile notare che il periodo che va dal 2020 al 2022, ha visto una grande vivacità nel Centro-Sud, grazie ai Basket Bond regionali in Campania e Puglia, come rappresentato nella figura che segue.

Figura 9. Minibond emessi in Italia 2020-2022





## 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 del prodotto finanziario da costituire.

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 Regionale Puglia 2021/2027, prevede il ricorso a strumenti di ingegneria finanziaria volti sia a sostenere investimenti imprenditoriali, incluse le imprese di nuova costituzione in fase di start-up, sia relativamente al ricorso a strumenti di garanzia pubblica finalizzati a favorire l'accesso al credito e ad altre opportunità presenti nel mercato dei capitali. Il ricorso agli strumenti finanziari potrà contribuire a contrastare gli effetti particolarmente negativi sulle imprese e conseguentemente sui livelli occupazionali, con particolare attenzione alla conservazione dei posti di lavoro in particolare della platea femminile.

Le esperienze positive già svolte nel 2014/2020 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 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.

Sulla base di quanto previsto dal P.O. regionale, ai fini dell'attuazione delle misure di finanziamento del rischio, la Regione Puglia prevede il ricorso alle seguenti tipologie di strumenti finanziari:

- Fondo Equity;
- Fondo Minibond.

## 4.2 Descrizione degli strumenti finanziari

Sulla base di quanto indicato nel POR FESR 2021/2027, 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 degli strumenti finanziari che potranno essere attivati in Regione.

### 4.2.1 Fondo Equity

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

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

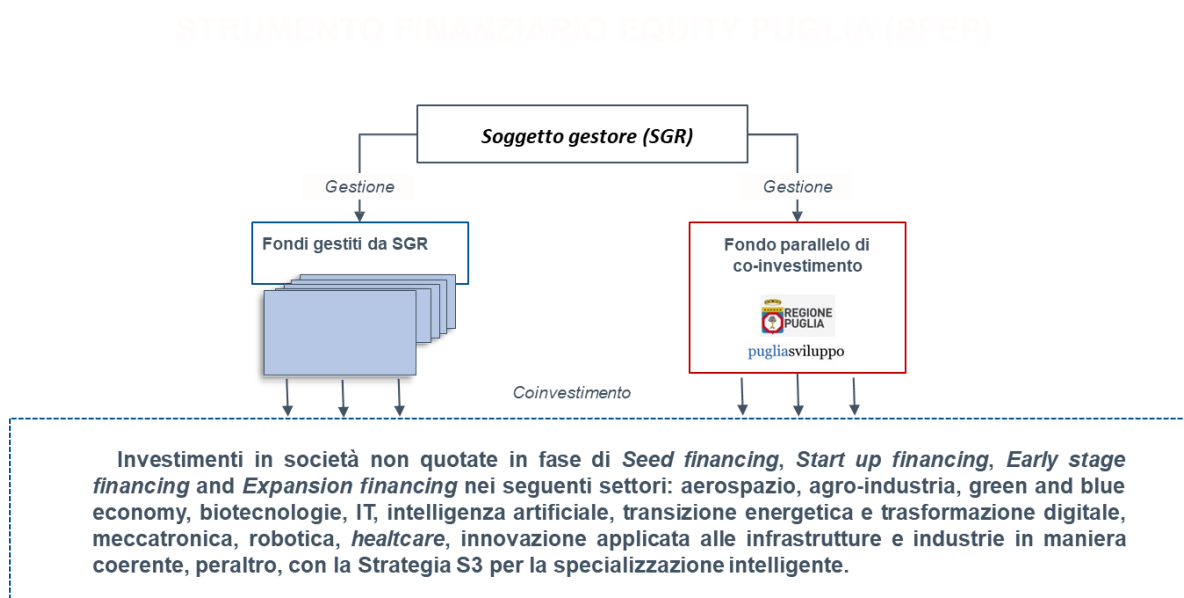
Oltre alla tipologia di intervento descritta nella VexA, si riportano le seguenti modalità di attuazione dello Strumento finanziario nella forma dell'*Equity*.

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

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

I Fondi di Co-Investimento avranno lo scopo, da realizzarsi mediante programmi di co-investimento con i Fondi Principali, di investire nelle Società Target, favorendone la patrimonializzazione così da permetterne un più facile accesso al credito e sostenere progetti di sviluppo a medio-lungo termine.

Figura 10. Funzionamento dello SF Equity Puglia



#### 4.2.2 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 complementare rispetto 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:

- a) alla realizzazione di investimenti in attivi materiali ed immateriali;
- b) al sostegno dell'attivo circolante.

A seguito di procedura di evidenza pubblica è selezionato un *Arranger* che individua gli Investitori con cui strutturare le operazioni di Portafoglio e che sottoscrivono i minibond secondo l'approccio di portafoglio.

L'intervento sarà attuato attraverso il rilascio di una Garanzia di Portafoglio con la costituzione in pegno di un *Cash Collateral* che sarà depositato con modalità diverse a seconda della struttura della

operazione che l'Arranger sceglierà di implementare. Il *Cash Collateral* potrà essere depositato su un conto corrente aperto in nome della Società Veicolo, oppure su conti correnti aperti presso uno o più intermediari indicati dall'Arranger e intestati a Puglia Sviluppo S.p.A.

L'intervento della Regione si sostanzia:

- 1) nel fornire una garanzia di portafoglio a copertura delle prime perdite al massimo entro il 35% del portafoglio di *bond*;
- 2) 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 11. Funzionamento dello SF Fondo Minibond Puglia secondo il modello della cartolarizzazione tradizionale*

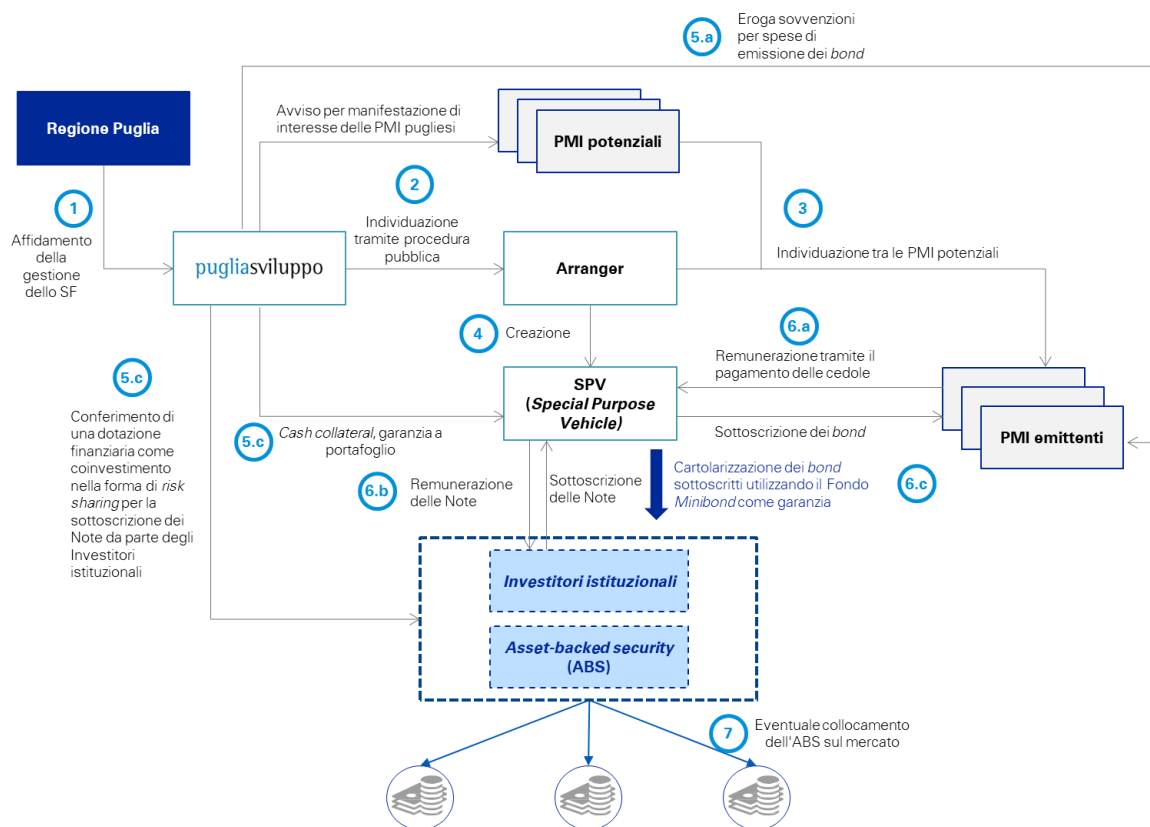
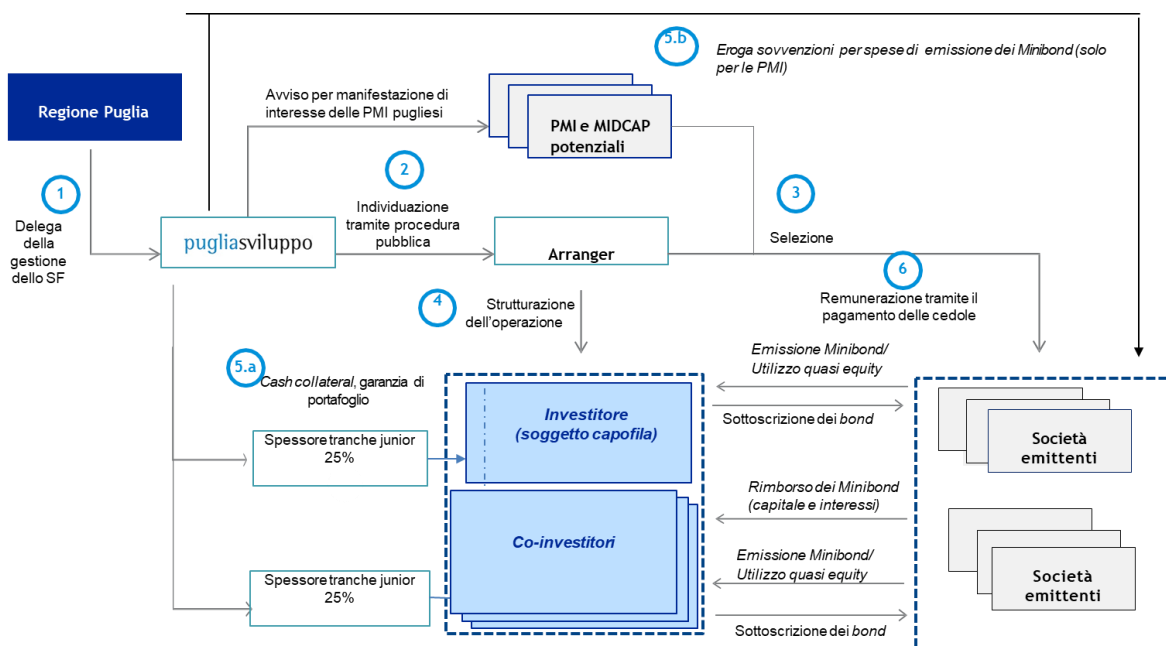


Figura 12. Funzionamento dello SF Fondo Minibond Puglia secondo il modello della cartolarizzazione sintetica



#### 4.2.4. Tasso di garanzia, moltiplicatore (c.d. rapporto di *gearing*) e tasso di condivisione del rischio

Con riferimento al Fondo Minibond, si precisa che il tasso di garanzia può essere definito fino ad una percentuale massima del 100%, ove si applicasse la disciplina di cui alla Comunicazione della Commissione 2008/C 155/02 che dispone espressamente che la soglia di copertura dell'80% non si applica alle garanzie che assistono i "titoli di debito"<sup>2</sup>.

Il tasso limite della garanzia, ossia *"l'esposizione massima dell'investitore pubblico espressa in percentuale sugli investimenti complessivi effettuati nel portafoglio garantito"*<sup>3</sup>, considerato che la garanzia può coprire le perdite previste e imprevedute, *"deve essere fissato ad un livello che tenga conto della copertura del rischio supplementare. Di norma il tasso limite non deve essere superiore al 35%"*<sup>4</sup>.

Il moltiplicatore della garanzia finanziata dal contributo del programma è definito come segue:

moltiplicatore =  $(1/\text{tasso di garanzia}) \times (1/\text{limite della garanzia})$ .

Il coefficiente di moltiplicazione non può essere inferiore a 3,57.

<sup>2</sup> I "titoli di debito" sono definiti dalla direttiva 2004/109, richiamata nella nota 7 del paragrafo 3.2 della Comunicazione della Commissione 2008/C 155/02, "titoli di debito come le obbligazioni e gli altri titoli di debito, ad eccezione dei valori mobiliari equivalenti ad azioni di società o che, in caso di conversione o di esercizio dei diritti da essi conferiti, comportano il diritto di acquisire azioni o valori mobiliari equivalenti ad azioni". Definizione in cui rientrano, a pieno titolo, i "bond" del caso di specie (che non prevedono nessuna opzione in ordine alla convertibilità del titolo).

<sup>3</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio" (2021/C 508/01).

<sup>4</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio" (2021/C 508/01).

### 4.3 Destinatari finali

I destinatari degli aiuti possono essere le PMI e i liberi professionisti - in quanto equiparati alle piccole e medie imprese come esercenti attività economica, secondo l'art.1, comma 821 della legge n.208 del 28 dicembre 2015 (legge di stabilità 2016) - 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. 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;
- e. aver restituito agevolazioni erogate per le quali è stata disposta dall'Organismo competente la restituzione;
- f. non trovarsi in condizioni tali da risultare un'impresa in difficoltà ai sensi della definizione di cui agli orientamenti sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese non finanziarie in difficoltà; tuttavia, ai fini dei presenti orientamenti, le PMI che operano in un mercato qualsiasi da un periodo di tempo non superiore al periodo di ammissibilità previsto dall'articolo 21 del regolamento generale di esenzione per categoria e sono ammissibili a beneficiare di investimenti per il finanziamento del rischio a seguito della due diligence condotta dall'intermediario finanziario selezionato non saranno considerate imprese in difficoltà, a meno che esse siano soggette a procedure di insolvenza o si trovino nelle condizioni previste dalla legislazione nazionale perché sia avviata nei loro confronti una procedura concorsuale per insolvenza<sup>5</sup>;
- g. non trovarsi in condizioni tali da risultare un'impresa destinataria di un ordine di recupero pendente per effetto di una precedente decisione della Commissione che dichiara illegali e incompatibili con il mercato interno aiuti concessi dallo stesso Stato membro<sup>6</sup>.

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

---

<sup>5</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio" (2021/C 508/01).

<sup>6</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio" (2021/C 508/01).

- 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.

Per gli aiuti concessi dagli strumenti finanziari e disciplinati dal regime de minimis, prima della concessione dell'aiuto, dovrà essere accertato il rispetto del Regolamento (UE) n. 2023/2831 della Commissione del 13/12/2023, secondo cui l'importo complessivo degli aiuti "de minimis" concessi a un'impresa unica non può superare € 300.000 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 € 150.000 nell'arco di tre esercizi finanziari.

Nel caso in cui si intenda attuare strumenti finanziari nella forma delle garanzie a condizioni di mercato senza alcuna componente di aiuto, nel rispetto del "criterio dell'investitore in un'economia di mercato"<sup>7</sup>, poiché talune imprese che non rientrano nella definizione di PMI potrebbero essere soggette a difficoltà analoghe di finanziamento, sarà possibile includere tra le imprese ammissibili agli strumenti finanziari in parola le piccole imprese a media capitalizzazione e le imprese a media capitalizzazione innovative (d'ora innanzi anche "MIDCAP"), così come definite dalla Comunicazione della Commissione "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio" (2021/C 508/01).

In particolare, si riportano le definizioni delle MIDCAP su menzionate di cui alla Comunicazione della Commissione "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio" (2021/C 508/01):

---

<sup>7</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato 2016/C 262/01.

- Piccola impresa a media capitalizzazione: impresa diversa da una PMI, il cui numero di dipendenti non superi le 499 unità, calcolate conformemente agli articoli da 3 a 6 dell'allegato I del regolamento generale di esenzione per categoria, e il cui fatturato annuo non superi 100 milioni di EUR o il cui bilancio annuo non superi 86 milioni di EUR. Ai fini dell'applicazione della presente definizione, diverse entità sono considerate un'impresa unica se è soddisfatta una delle condizioni di cui all'allegato I, articolo 3, paragrafo 3, del regolamento generale di esenzione per categoria.
- Impresa a media capitalizzazione: impresa diversa da una PMI il cui numero di dipendenti non supera le 1.500 unità, calcolate conformemente all'allegato I, articoli da 3 a 6 del regolamento generale di esenzione per categoria. Ai fini dell'applicazione della presente definizione, diverse entità sono considerate un'impresa unica se è soddisfatta una delle condizioni di cui all'allegato I, articolo 3, paragrafo 3, del regolamento generale di esenzione per categoria.

#### 4.4 Combinazione con il sostegno sotto forma di sovvenzioni.

Come previsto dall'art. 58, par. 5, del Regolamento recante disposizioni comuni, gli Strumenti finanziari possono essere combinati con sovvenzioni a fondo perduto.

Le sovvenzioni si definiscono come supporto al beneficiario finale per il raggiungimento degli obiettivi dell'investimento già agevolato tramite tassi di interesse calmierati oppure con la concessione di garanzie per l'accesso al credito. I beneficiari finali di agevolazioni concesse da uno strumento finanziario a valere sul fondo SIE possono ricevere sostegno anche da altri fondi SIE oppure da altri programmi o da un altro strumento finanziario sostenuto dall'UE sempre che vengano rispettate le normative sugli aiuti di stato. Si precisa che tali combinazioni di contributi sono parte di un'unica operazione cui le spese ammissibili sono distinte dalle altre fonti di intervento ed in tal caso si mantengono registrazioni separate per ciascuna fonte di assistenza.

Come previsto dal par. 5 dell'art. 58 del Regolamento UE n. 2021/1060, "gli strumenti finanziari possono essere combinati con un sostegno del programma sotto forma di sovvenzioni in una singola operazione di strumenti finanziari, all'interno di un unico accordo di finanziamento, nel quale le due forme distinte di sostegno sono erogate dall'organismo che attua lo strumento finanziario. In tal caso le regole applicabili agli strumenti finanziari si applicano a tale singola operazione di strumenti finanziari. Il sostegno del programma sotto forma di sovvenzioni è collegato direttamente allo strumento finanziario e necessario per lo stesso, e non supera il valore degli investimenti sostenuti dal prodotto finanziario."

Gli strumenti finanziari non devono essere usati per prefinanziare le sovvenzioni.



## CAPITOLO 5. FINANCING GAP. FONDO EQUITY E FONDO MINIBOND

### 5.1 Fondo Equity. Stima dei fallimenti di mercato.

#### 5.1.1 Analisi del financing gap

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

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

In analogia alla metodologia di calcolo applicata nella VexA, non avendo dati puntuali relativi alla domanda di *equity* per le *start-up* e PMI, è stato ritenuto opportuno derivare il *gap* partendo dal rapporto Debito/Equity (d'ora innanzi D/E) medio per le PMI del Mezzogiorno, pari a 68,3%<sup>8</sup>. 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 2024.

In seguito, assumendo che le *start-up* e PMI siano sottocapitalizzate<sup>9</sup>, è stato assunto che, per migliorare il loro grado di patrimonializzazione, esse debbano tendere al rapporto E/D medio delle PMI italiane, pari a 154,8% (derivato dal rapporto D/E del 64,6%<sup>10</sup>). In questo modo, è stato possibile ottenere una stima del *gap* di patrimonializzazione in termini E/D delle *start-up* e PMI pugliesi, pari a 104,8%.

La stima della "domanda" di *equity* è stata dunque ricavata moltiplicando il numero di *start-up* e PMI in Puglia per il *gap* di patrimonializzazione in termini E/D e per lo *stock* di credito bancario per singola impresa, ottenendo circa 567,5 € 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 2024<sup>11</sup> per il numero di anni del periodo di operatività dello strumento (secondo semestre 2025, 2026, 2027, 2028, 2029 e 2030), ottenendo un valore complessivo di 122,87 € mln.

L'*equity gap* calcolato ammonta, dunque, ad un totale di 444,7 € mln.

---

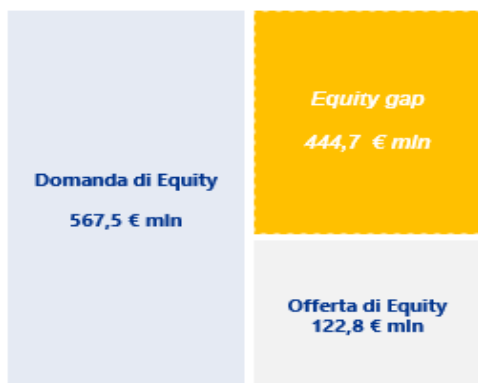
<sup>8</sup> Cerved (2023). Rapporto PMI Mezzogiorno.

<sup>9</sup> Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2018). *Gli strumenti di finanziamento per le start-up e le PMI*.

<sup>10</sup> Cerved (2023). Rapporto PMI Mezzogiorno.

<sup>11</sup> Rapporto VeM (2024) – Venture Capital Monitor. Rapporto Italia 2024.

Figura 13. Equity gap



Il dettaglio del procedimento seguito è riportato nella Tabella 1:

Tabella 1. Analisi desk della stima dell'equity gap

Domanda di equity delle start-up e MPMI pugliesi		
Rapporto D/E Medio per le PMI del Mezzogiorno (%)	68,3%	A
Rapporto E/D Medio per le PMI del Mezzogiorno (%)	146,4%	B=1/A
Stock di credito bancario delle PMI pugliesi	5.372.000.000	C
Numero di PMI pugliesi	5.684	D
Stock di credito bancario per singola PMI	945.109	E=C/D
Rapporto E/D medio delle PMI sottocapitalizzate del Mezzogiorno	50,0%	F
Rapporto D/E target delle PMI Pugliesi	64,6%	G
Rapporto E/D target delle PMI Pugliesi	154,8%	H=1/G
Stima del gap di patrimonializzazione in termini di E/D delle PMI pugliesi sottocapitalizzate rispetto alla media nazionale (%)	104,8%	I=H-F
Numero di start-up e MPMI in Puglia	573	M
<b>Stima della "domanda" di equity delle start-up e MPMI pugliesi in valore assoluto</b>	<b>567.535.075</b>	<b>N=E*I*M</b>

(1) Fonte: Cerved, Rapporto PMI Mezzogiorno 2023

(2) Fonte: Banca d'Italia, Rapporto Banca d'Italia - Economie Regionali, L'economia della Puglia 2024 - agg.to nov. 2024 (dato al 31.08.2024)

(3) Fonte: Cerved, Rapporto PMI Mezzogiorno 2023

(4) Fonte: Cerved, Rapporto PMI Mezzogiorno 2023

(5) Fonte: Ministero delle imprese e del Made in Italy – Report con dati strutturali. Start up innovative IV trimestre 2024. (2025)

### 5.1.2 Analisi quantitativa dello SF Fondo Equity

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

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

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

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

#### Dotazione finanziaria

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

Alla luce dell'attuale esistenza di un consistente *equity gap*, si ipotizza una dotazione finanziaria dello SF pari a 100 € mln, di cui un massimo del 50% finanziato mediante risorse europee, come sintetizzato nella Tabella 2.

*Tabella 2. Dotazione finanziaria PR Puglia 2021/2027*

Investimenti in <i>equity</i> realizzabili in <i>start-up</i> e MPMI pugliesi		
Dati in €		
Dotazione patrimoniale <sup>1</sup>	100.000.000	A
Quota europea (%)	50%	B
<b>Partecipazione di fondi europei allo SF</b>	<b>50.000.000</b>	<b>C=A*B</b>

Per la stima delle risorse assegnate allo strumento, è necessario stimare i costi di gestione i quali, per ciò che concerne la Programmazione 2021/2027, sono quantificati nella percentuale massima del 15% della dotazione complessiva del fondo.

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

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

Dotazione finanziaria al netto dei costi di gestione		
Dati in €		
Dotazione finanziaria	100.000.000	A
Percentuale costi di gestione (%) <sup>1</sup>	15%	B
Costi di gestione	15.000.000	C=A*B
<b>Dotazione residua</b>	<b>85.000.000</b>	<b>D</b>

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

Nel complesso, il valore massimo dei costi di gestione ammonta ad € 15.000.000,00.

#### Effetto leva

L'effetto leva rappresenta l'effetto moltiplicativo delle risorse europee. Nel dettaglio, coerentemente con la definizione delle *best practices* europee, 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 PR) 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*<sup>12</sup>.

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

*Tabella 4. Investimenti in equity a valere sullo SF Fondo Equity attuato con fondi di co-investimento*

Investimenti in equity a valere sullo SF Fondo Equity		
Dati in €		
Contributo del programma	85.000.000	A
Contributo dell'intermediario finanziario	85.000.000	B=A
<b>Investimenti in equity complessivi</b>	<b>170.000.000</b>	<b>C=A+B</b>

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

L'effetto leva stimato è, come riportato nella Tabella 5, pari a 3,40.

*Tabella 5. Effetto leva*

Effetto leva		
Dati in €		
Investimenti in equity	170.000.000	A
Risorse europee	50.000.000	B
<b>Effetto leva</b>	<b>3,40</b>	<b>C=A/B</b>

## Risorse pubbliche e private aggiuntive

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

Le risorse pubbliche e private aggiuntive rappresentano uno dei principali benefici degli SF in quanto consentono di mobilitare ulteriori risorse per finanziare gli interventi a favore dei soggetti target. Tale caratteristica permette di generare un potenziale maggior impatto finanziario dello SF rispetto ad uno strumento a fondo perduto, e permette di incrementare l'efficienza dell'intervento e l'impatto sul fallimento di mercato.

<sup>12</sup> 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*.

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

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

Le risorse pubbliche e private aggiuntive che lo SF riesce a raccogliere nel periodo di programmazione è quindi stimato pari a circa 85 € mln (Tabella 6). È opportuno precisare che per lo SF Fondo *Equity* non vengono mobilitate risorse pubbliche aggiuntive.

*Tabella 6. Risorse aggiuntive*

Risorse pubbliche e private aggiuntive		
Dati in €		
Contributo del programma	100.000.000	A
Costi di gestione	15.000.000	B
Dotazione del Fondo al netto dei costi di gestione	85.000.000	C=A-B)
Contributo dell'intermediario finanziario	85.000.000	D
Totale investimenti in equity realizzati	170.000.000	F=C+D
<b>Risorse pubbliche/private aggiuntive</b>	<b>85.000.000</b>	<b>G=C+F</b>

Ipotizzando un *tranching* nel periodo esaminato (secondo semestre 2025-2030) inizialmente crescente con livelli più elevati nei due anni centrali e successivamente decrescente fino al 2030, è possibile stimare, a titolo esemplificativo, l'erogazione annua della dotazione dello SF, come riportato nella Tabella 7.

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

Investimenti in equity erogati a valere sullo SF Fondo Equity						
Dati in €	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Erogato annuo	9.283.000	23.225.000	46.450.000	46.450.000	26.012.000	18.580.000
<b>Totale cumulato</b>	<b>9.283.000</b>	<b>32.508.000</b>	<b>78.958.000</b>	<b>125.408.000</b>	<b>151.420.000</b>	<b>170.000.000</b>

A titolo esemplificativo, ipotizzando un investimento medio per singola impresa pari a circa € 930.000, sono previsti 10 investimenti realizzati nel secondo semestre 2025, 25 nel 2026, 50 nel 2027, 50 nel 2028, 28 nel 2029 e 20 nel 2030, per un totale di 183 interventi.

*Tabella 8. Stima del numero annuo di investimenti in equity*

Stima del numero di investimenti in equity realizzati a valere sullo SF "Fondo Equity"						
Dati	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Numero di investimenti annui realizzati	10	25	50	50	28	20
<b>Numero di investimenti cumulato</b>	<b>10</b>	<b>35</b>	<b>85</b>	<b>135</b>	<b>163</b>	<b>183</b>

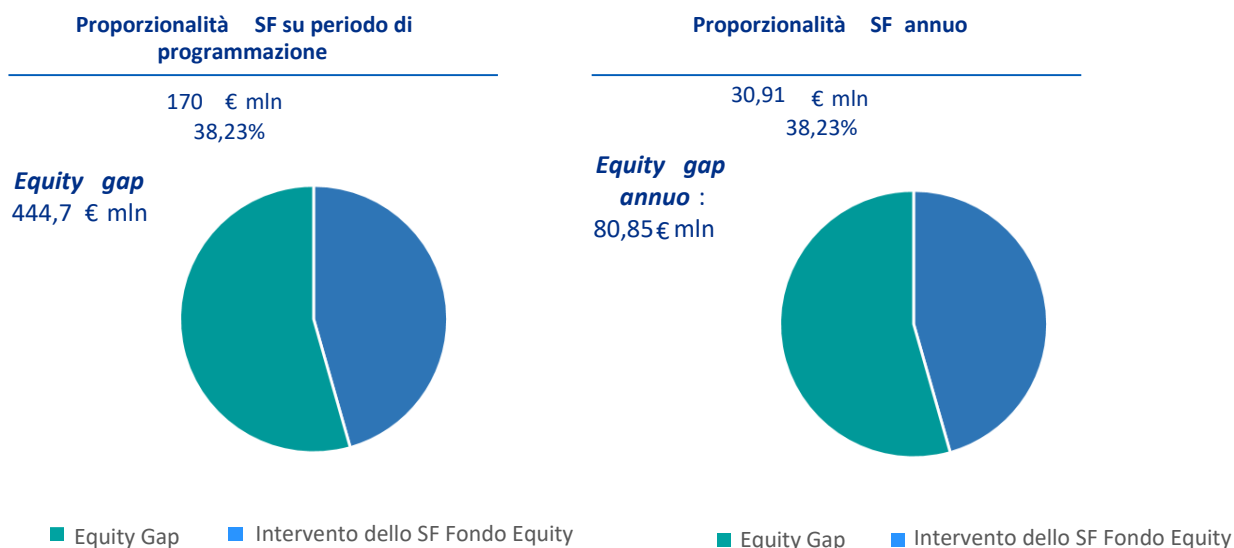
### 5.1.3 Proporzionalità dell'intervento dello strumento finanziario

Infine, in coerenza con *le best practices* europee, per il completamento dell'analisi quantitativa dello SF è opportuno analizzare la proporzionalità dell'intervento dello SF rispetto all'*Equity gap* individuato (cfr. par. 5.1).

Per valutare la proporzionalità dell'intervento è necessario rapportare il valore dell'equity potenzialmente investito alla dimensione del fallimento di mercato stimato.

Il totale delle risorse utilizzate dallo SF, nel periodo di operatività, consentono di colmare in ottica prospettica il 38,23% dell'*equity gap*, come mostrato nella Figura 14.

Figura 14. Proporzionalità dell'intervento dello SF Fondi Equity



#### 5.1.4 Sintesi

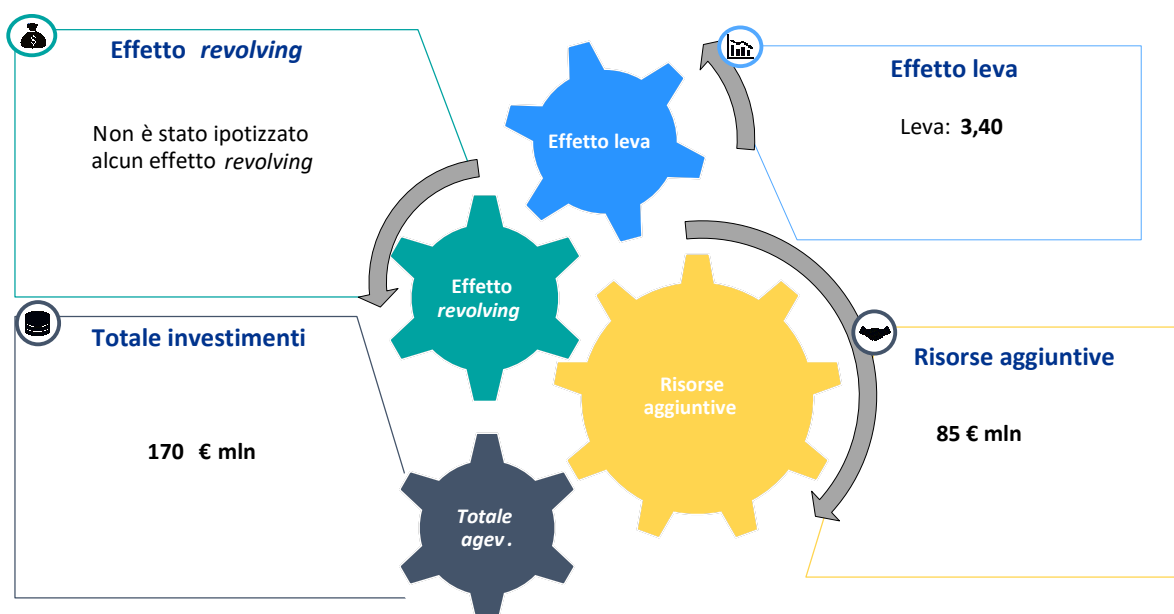
Lo SF Fondo *Equity* consentirebbe di limitare il fallimento di mercato facilitando l'accesso al capitale di rischio delle *start-up* PMI pugliesi, sostenendo così la crescita economica e sociale della Regione Puglia.

Nello specifico, lo SF Fondo *Equity* consente, nel periodo di operatività dello strumento, di erogare a favore dei beneficiari finali risorse da investire per un valore di circa 170 € mln.

L'intervento e l'impatto dello SF consente di colmare, in ottica prospettica, il 38,23% dell'*equity gap*.

La Figura 15 illustra in maniera sintetica i principali elementi del valore aggiunto generato dallo SF.

Figura 15. Sintesi della valutazione quantitativa dello SF Fondo Equity



## 5.2 Fondo Minibond Puglia. Stima del fallimento di mercato del credito non bancario

### 5.2.1 Analisi del financing gap

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 e per le small MIDCAP pugliesi.

In linea con le *best practices* europee, la stima del fallimento di mercato e del conseguente *financing gap* è realizzata, sulla base delle risultanze della consultazione pubblica, realizzata nel corso del 2023, mediante l'implementazione dei seguenti *step*:

- ricognizione e stima del **flusso di prestiti obbligazionari verso le imprese target**;
- analisi dell'**esistenza di un fallimento** di mercato;
- stima e analisi della **domanda insoddisfatta**;
- stima e analisi della **domanda inespressa**;
- stima e analisi della **domanda potenziale delle imprese non pugliesi**;
- stima e quantificazione del **fallimento di mercato (*financing gap*)**.

Nel primo *step*, si è stimato il flusso di credito non bancario, relativo alla precedente Programmazione 2014/2020, verso le PMI pugliesi, mediante:

- la ricognizione e l'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 di *minibond* in Puglia nell'ultimo anno;
- la stima del controvalore complessivo delle emissioni effettuate dalle PMI in Puglia.

Sulla base dei dati storici dello strumento finanziario il valore nominale medio di un'emissione di *minibond*, nel periodo di Programmazione 2014/2020, è stata pari a circa 3,8 € mln.

Pertanto, sempre sulla base dei dati storici, avendo individuato un numero medio di emissioni annuali pari a 9,75, nell'ultimo periodo di Programmazione 2014/2020, si stima che il flusso di credito non bancario destinato alle PMI pugliesi sia pari a circa 37,5 € mln.

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.

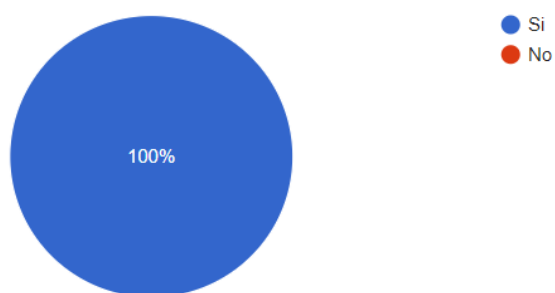
La rilevazione di un potenziale fallimento di mercato e la sua quantificazione sono state realizzate mediante un approccio *evidence-based* che coniuga la conoscenza del contesto economico locale con le specifiche evidenze derivanti dalla procedura di consultazione pubblica. Queste ultime, se



rilevanti, sono rappresentate tramite figure (quali ad esempio Figura 16 e 17) che indicano la frequenza percentuale delle risposte ad una domanda. 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 16, la 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 16. Ritiene che le PMI in Puglia riscontrino difficoltà di accesso alle fonti di finanziamento diverse dal tradizionale credito bancario?*

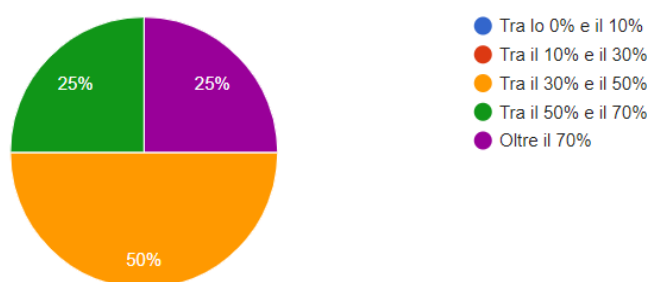
4 risposte



Inoltre, come evidenziato anche dalla percezione dei rispondenti al questionario (Figura 17), queste difficoltà limitano sostanzialmente le possibilità di investimento e di crescita delle imprese e quindi dell'economia regionale nel complesso.

*Figura 17. Quanto ritiene che le difficoltà di accesso al credito delle PMI ne limitino le possibilità di investimento e crescita?*

4 risposte



Valore medio ponderato :

57,25%

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 e dall'analisi della letteratura scientifica, 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;
- vincoli conseguenti ad operazioni di concentrazione bancaria.

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.

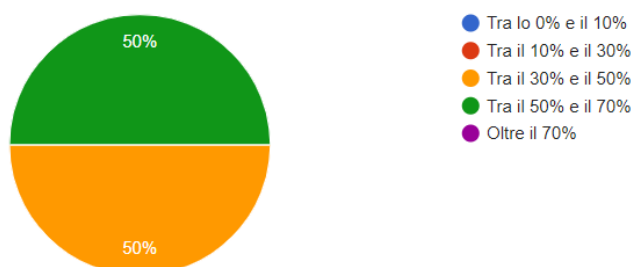
#### Stima della domanda di credito totalmente respinta

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 51% dei tentativi di accesso a fonti di finanziamento diverse dal credito bancario da parte delle PMI (vedi Figura 18).

Figura 18. 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?

4 risposte



Valore medio ponderato:

51%

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 medio annuo di credito non bancario destinato alle PMI pugliesi (domanda accolta pari a circa 37,5 € mln) e dal dato che circa il 51% 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 circa 76,5 € mln annuo). Successivamente, si è proceduto a stimare il *financing gap* pari a 39 € mln nel periodo residuo dell'attuale programmazione (ovvero 5,5 anni).

Tabella 9. Stima della domanda totalmente respinta

Stima della domanda totalmente respinta perché reputata non economicamente e finanziariamente sostenibile			
Credito non bancario erogato alle PMI in Puglia	37.475.000		A
Percentuale di domanda respinta (%)*	51,00%		B
Percentuale di domanda accolta (%)*	49%		C=1-B
Domanda complessiva (€)	76.479.592		D=A/C
Financing gap annuo (€)	39.004.592		E=D-A
Numero di anni al termine della programmazione 2021-2027	5,5		F
<b>Financing gap periodo di programmazione (€)</b>	<b>214.525.255</b>		<b>G=E*F</b>

I dati di input sono riportati in blu. (\*) Valore ponderato medio emerso dalla consultazione pubblica

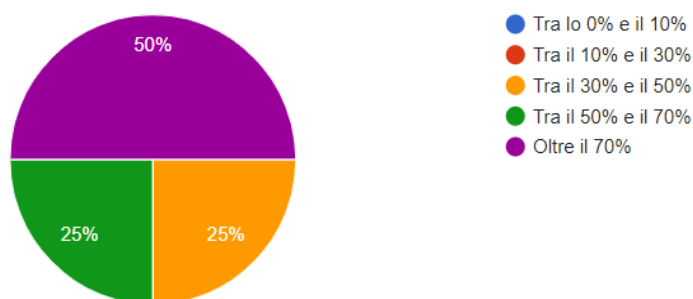
### Stima della domanda di credito solo parzialmente soddisfatta

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 68,5% delle domande siano solo parzialmente soddisfatte (vedi Figura 19) e ottengono in media solo il 51% dei finanziamenti richiesti (vedi Figura 20).

*Figura 19. 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?*

4 risposte

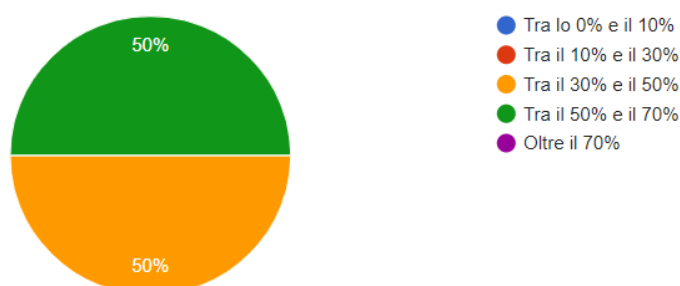


Valore medio ponderato:

68,5%

*Figura 20. 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?*

4 risposte



Valore medio ponderato:

51%

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 medio annuo non bancario rivolto alle PMI pugliesi e dal fatto che circa il 68,5% delle domande delle PMI viene parzialmente soddisfatta (nella misura del 51%). È stato quindi possibile stimare la domanda complessiva che comprende anche la parte non soddisfatta e, conseguentemente, il *financing gap* pari a circa 135,6 € mln nel periodo di programmazione residuo.

*Tabella 10. Stima della domanda solo parzialmente soddisfatta*

<b>Stima della domanda solo parzialmente soddisfatta</b>			
Credito non bancario erogato alle PMI in Puglia	37.475.000		A
Percentuale di PMI che non ottengono il totale del credito (%)*	68,50%		B
Domanda di credito solo parzialmente soddisfatta	25.670.375		C=A*B
Percentuale di credito ottenuto (%)*	51,00%		D
Credito ipotetico richiesto	50.334.069		E=C/D
<i>Financial gap</i> annuo	24.663.694		F=E-C
Numero di anni al termine della programmazione 2021-2027	5,5		G
<b><i>Financing gap</i> periodo di programmazione (€)</b>	<b>135.650.315</b>		<b>H=F*G</b>

*I dati di input sono riportati in blu*

(\*) Valore ponderato medio emerso dalla consultazione pubblica

#### Stima della domanda di credito insoddisfatta

Come mostrato nella Tabella 11, 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 350,2 € mln nel periodo di programmazione.

*Tabella 11. Stima della domanda insoddisfatta complessiva*

<b>Stima della domanda insoddisfatta complessiva</b>	
<b>Dati in €</b>	
- domanda totalmente respinta perché reputata non economicamente e/o finanziariamente sostenibile	214.525.255
- domanda solo parzialmente soddisfatta	135.650.315
<b>Domanda insoddisfatta periodo di programmazione</b>	<b>350.175.570</b>

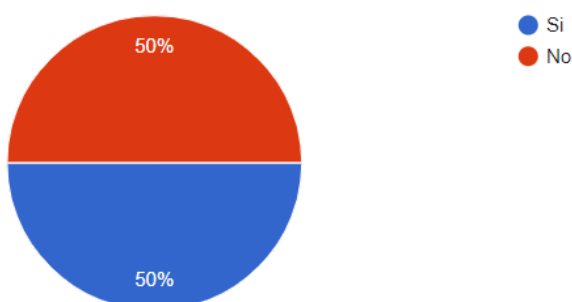
#### Stima e analisi della domanda inespressa

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 21), emerge che in Puglia sia presente una domanda inespressa.

*Figura 21. 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?*

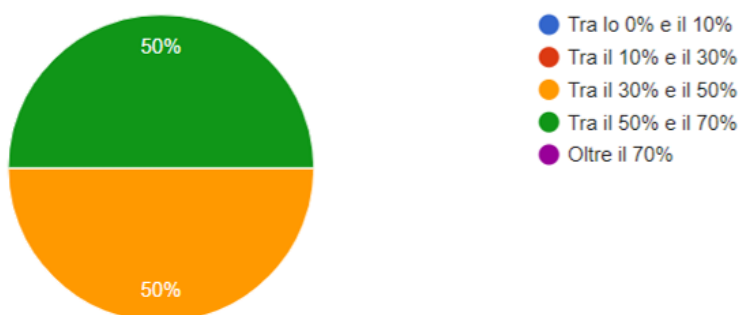
4 risposte



Come evidenziato dalla Figura 21, i rispondenti al questionario ritengono che la domanda di credito inespressa rappresenti il 50% della domanda accolta delle imprese.

*Figura 22. 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?*

2 risposte



Sono state prese in considerazione le risposte dei soggetti che hanno risposto affermativamente al quesito di cui in Figura 21.

Valore medio ponderato:

51%

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 medio annuo non bancario alle PMI pugliesi e dal fatto che circa il 51% delle domande delle PMI risulta inespressa, si è proceduto a quantificare la domanda inespressa e il conseguente *financing gap* pari a circa 105,1 € mln per l'intero periodo di programmazione.

*Tabella 12. Stima della domanda di credito inespressa*

<b>Stima della domanda di credito inespressa</b>		
Minibond emessi nel periodo 2020/2023 dalle PMI in Puglia (€)	37.475.000	A
% domanda di credito inespressa *	51,00%	B
% domanda di credito espressa	49,00%	C=1-B
Domanda complessiva (€)	76.479.592	D=A/C
% domanda inespressa che potrebbe essere non sostenibile *	51,00%	E
Domanda inespressa non sostenibile (€)	19.892.342	F=D*B*E
Domanda complessiva ammissibile annua (€)	56.587.250	G=D-F
<i>Financing gap</i> annuo (€)	19.112.250	H=G-A
Numero di anni al termine della programmazione 2021-2027	5,5	I
<b><i>Financing gap</i> periodo di programmazione (€)</b>	<b>105.117.375</b>	<b>L=H*I</b>

*I dati di input sono riportati in blu.*

(\*) Valore ponderato medio emerso dalla consultazione pubblica

### Stima della domanda di credito potenziale di imprese non pugliesi

Al fine di stimare la domanda potenziale delle PMI in Puglia è opportuno stimare anche la cd. domanda di credito potenziale di imprese non pugliesi, ossia la stima e l'analisi della domanda di imprese aventi sede legale al di fuori del territorio regionale pugliese che potrebbero diversificare le fonti di finanziamento, funzionali all'effettuazione di investimenti nella regione Puglia, attraverso l'emissione di minibond.

Anche in questo caso, le analisi sull'esistenza e quantificazione della domanda potenziale di imprese non pugliesi sono state effettuate mediante un approccio "*evidence-based*", come spiegato nelle precedenti sezioni. In particolare, sulla base dei dati storici di strumenti agevolativi quali i "Contratti di Programma" e i "PIA medie imprese", a valere sul P.O. FESR Puglia 2014/2020, e, considerato, in via prudenziale, un fattore di ponderazione relativo al fabbisogno finanziario delle suddette imprese pari al 50%, emerge che in Puglia sia presente una domanda potenziale di credito non bancario di imprese extraregionali pari a circa 105,7 € mln.

Tabella 13. Stima della domanda di credito potenziale di imprese non pugliesi

Stima della domanda di credito		
Valore nominale medio emissioni minibond 2020/2023 (€)	3.843.590	A
Imprese PIA medie 2014/2020 non pugliesi che non hanno emesso minibond	14	B
Fattore di ponderazione	50%	C
domanda di credito potenziale medie imprese non pugliesi (€)	26.905.128	D=A*B*C
Imprese CdP 2014/2020 imprese non pugliesi	41	E
Fattore di ponderazione	50%	F
domanda di credito potenziale imprese non pugliesi Midcap (€)	78.793.590	G=A*E*F
Domanda di credito potenziale imprese non pugliesi (€)	<b>105.698.718</b>	H=D+G

I dati di input sono riportati in blu. (\*) Valore ponderato medio emerso dalla consultazione pubblica

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

In coerenza con le *best practices*, 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* complessivo nell'arco di programmazione (secondo semestre 2025/2030) risulta essere pari a 561 € mln, di cui 350,2 € mln legati alla domanda insoddisfatta, 105,1 € mln alla domanda inespressa e 105,7 € alla domanda potenziale riconducibile alle imprese non pugliesi.

Per stimare l'"offerta" di *minibond* sono state utilizzate le risultanze delle lezioni apprese di cui al precedente capitolo 3 del presente documento, relative alla Programmazione 2014/2020.

Figura 23. Financing gap



Infine, si evidenzia che la Regione Puglia intende ovviare a tale fallimento di mercato mediante la predisposizione di uno SF costituito dalla garanzia di portafoglio e sovvenzioni dirette per favorire l'emissione di obbligazioni da parte delle PMI e MIDCAP operanti in 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 le best practices europee, 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 garanzie che potranno essere rilasciate e i minibond che potranno essere emessi 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 circa 86 € mln di cui al massimo il 50% finanziato mediante risorse europee, come sintetizzato nella Tabella 14.

Tabella 14. Dotazione finanziaria – Fondo Minibond Puglia

SF Fondo Bond Puglia Dotazione finanziaria			
Dati in €	Risorse complessive	Quota europea	di cui: Risorse europee
Dotazione finanziaria	86.021.505	50%	43.010.753

I dati di input sono riportati in blu

Per la stima delle risorse assegnate a valere sullo SF, è necessario procedere a stimare i costi di gestione che saranno corrisposti al soggetto gestore e sottratti dalla relativa dotazione finanziaria progressivamente, nell'arco di programmazione.

In ottica meramente prudenziale, i costi di gestione sono stati calcolati in linea con i massimali previsti dalla normativa comunitaria. Nello specifico, ai sensi dell'art. 68 paragrafo 4 del Regolamento UE n. 2021/1060, l'importo aggregato dei costi di gestione non può superare i seguenti limiti:


- "se gli organismi che attuano un fondo specifico sono selezionati tramite aggiudicazione diretta di un contratto a norma dell'art. 59, paragrafo 3, l'importo dei costi e delle commissioni di gestione versati a tali organismi che possono essere dichiarati spese

ammissibili, è soggetto ad una soglia fino al **7% dell'importo totale dei contributi del programma erogati ai destinatari finali in prestiti o accantonati per contratti di garanzia**";

Sulla base dei limiti definiti dalla normativa europea sono stati definiti i costi di gestione e la conseguente dotazione patrimoniale residua che potrà essere concessa a favore dei beneficiari finali (vedi tabella 15).

*Tabella 15. Stima dei costi di gestione e della dotazione patrimoniale residua*

Costi di gestioni massimi ai sensi della normativa europea			
Dati in €	Dot. Iniziale	% max. Costi di gestione	Max. Costi di gestione
Dotazione patrimoniale minibond	86.021.505,38	7%	6.021.505,38



Dotazione patrimoniale al netto dei Costi di gestione			
Dati in €	Dot. Iniziale	Costi di gestione	Dot. Residua
Dotazione patrimoniale	86.021.505,38	6.021.505,38	<b>80.000.000,00</b>

#### Effetto leva

L'effetto leva rappresenta l'effetto moltiplicativo delle risorse europee. Nel dettaglio, coerentemente con la definizione delle best practices europee, 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*.

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 16. Totale delle risorse complessive dello SF Fondo Minibond Puglia

Risorse complessive dello SF		
Dati in €		
Dotazione finanziaria	86.021.505	A
% max di garanzia (tranche junior)	35%	B
<b>Target potenziale portafoglio</b>	<b>245.775.730</b>	<b>C=A/B</b>

I dati di input sono riportati in blu.

L'effetto leva stimato, considerato l'importo massimo del 50% finanziabile mediante risorse europee, è, come riportato nella tabella 17, pari a circa 5,71.

Tabella 17. Effetto leva – Fondo Minibond Puglia

Effetto leva		
Dati in €		
Risorse complessive	245.775.730	A
Risorse europee	43.010.753	B
<b>Effetto leva</b>	<b>5,71</b>	<b>C=A/B</b>

I dati di input sono riportati in blu.

Leva: 5,71	Effetto leva calcolato al
245.775.730	netto dei costi di gestione
/43.010.753	

### 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 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.

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. È opportuno precisare che per lo SF Fondo *Minibond* Puglia non vengono mobilitate risorse pubbliche aggiuntive.

Tabella 18. Risorse pubbliche e private aggiuntive – Fondo Minibond Puglia

Risorse pubbliche e private aggiuntive			
Dati in €			
Dotazione finanziaria	86.021.505	A	
Risorse complessive	245.775.730	B	
<b>Risorse pubbliche e private aggiuntive</b>	<b>159.754.224</b>	<b>C= B-A</b>	

I dati di input sono riportati in blu.

### Effetto revolving

L'effetto *revolving*, rappresenta il beneficio derivante dalla possibilità di reimpiego delle risorse derivanti dai rimborsi dei destinatari a favore di altri destinatari. Il valore aggiunto è maggiore se l'effetto *revolving* è maggiore, in quanto un maggior numero di destinatari potrà beneficiare delle agevolazioni grazie al reimpiego dei rimborsi.

Per la stima dell'effetto *revolving* si ipotizzano le seguenti caratteristiche medie dei finanziamenti concesse tramite lo SF:

- preammortamento: 1 anno eventuale (in linea con quanto mediamente registrato nella precedente programmazione);
- durata media finanziamento: 6/7 anni (in linea con quanto mediamente registrato nella precedente programmazione);
- tasso di *default* stimato in via prudenziale al 0,20% annuo.

Si stima che lo SF nell'arco di pianificazione possa generare il seguente effetto *revolving*:

- totale rimborsi progressivi dei prestiti obbligazionari erogati fino al 2030, in funzione dei singoli piani di ammortamento, al netto del tasso di *default* complessivo del 0,20%, pari ad € 245.284.178,54.

Non si prevedono rientri a valere sulle risorse nella forma della garanzia durante il ciclo di programmazione, considerata la durata delle operazioni sottostanti la garanzia di portafoglio.

Tabella 19. Garanzie impegnate e Minibond emessi

Garanzie e finanziamenti erogati a valere sullo SF Fondo Minibond						
Dati in €	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Flusso annuo delle garanzie	24.000.000,00	16.344.086,05	21.505.376,38	18.150.537,58		
Flusso annuo di minibond	46.697.388,70	61.443.932,50	61.443.932,50	34.408.602,20	29.493.087,60	12.288.786,50
<b>Totale - garanzie</b>	<b>24.000.000,00</b>	<b>40.344.086,05</b>	<b>61.849.462,42</b>	<b>80.000.000,00</b>	<b>80.000.000,00</b>	<b>80.000.000,00</b>
<b>Totale - minibond</b>	<b>46.697.388,70</b>	<b>108.141.321,20</b>	<b>169.585.253,70</b>	<b>203.993.855,90</b>	<b>233.486.943,50</b>	<b>245.775.730,00</b>

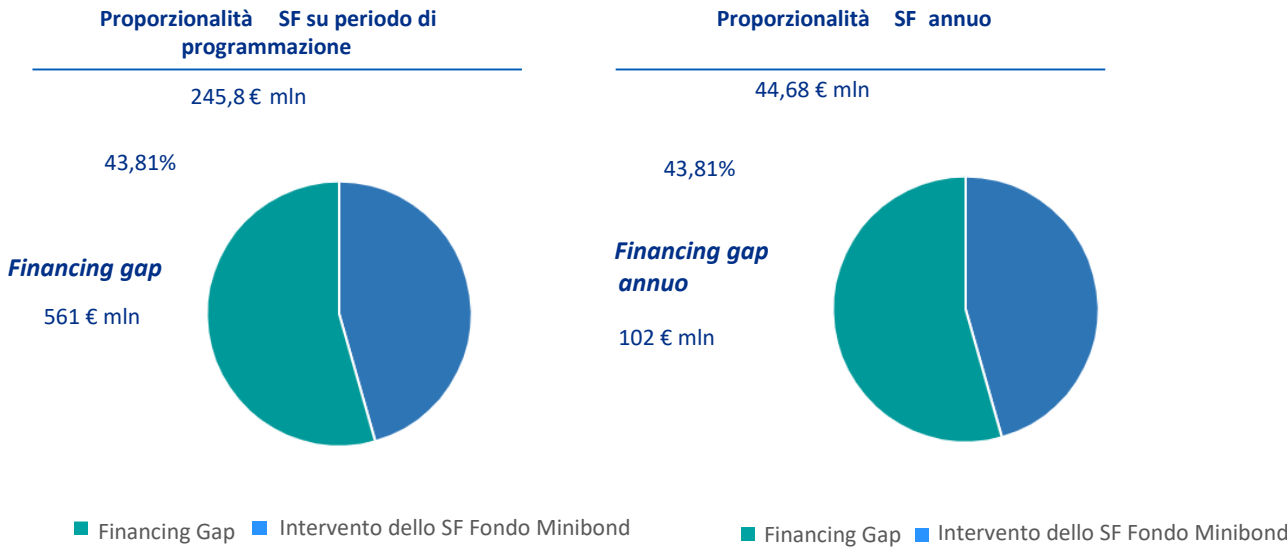
5.2.3 Proporzionalità dell'intervento dello strumento finanziario

Infine, in coerenza con le *best practices* europee, 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 43,81% del *financing gap*, come mostrato nella Figura 24.

Figura 24. Proporzionalità dell'intervento dello SF Fondo Minibond Puglia



#### 5.2.4 Sintesi

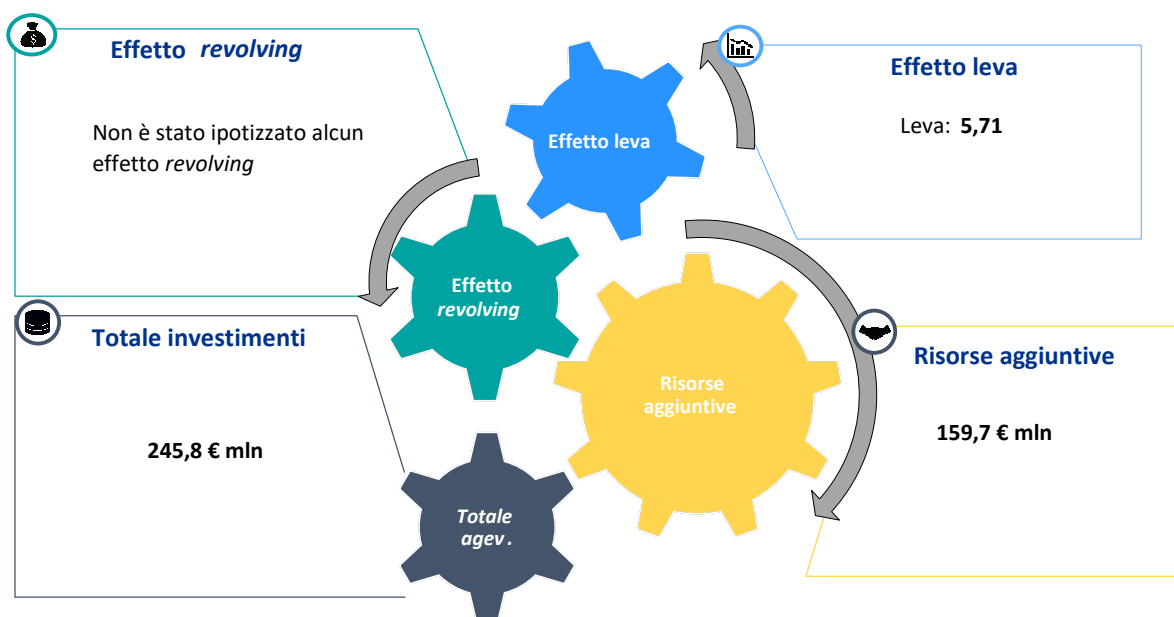
Lo SF Fondo Minibond Puglia consentirebbe di limitare notevolmente il fallimento di mercato facilitando l'accesso al mercato obbligazionario PMI e MIDCAP, sostenendo la crescita economica e sociale della Regione Puglia.

Nello specifico, lo SF Fondo Minibond Puglia consente, nel periodo di operatività dello strumento, di erogare finanziamenti pari a 245,8 € mln.

L'intervento e l'impatto dello SF consente di colmare, in ottica prospettica, gran parte del fallimento di mercato, per una percentuale pari al 43,81 % del *financing gap*.

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

Figura 25. 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 e MIDCAP pugliesi, concorrendo, per tale via, a frenare le possibilità di sviluppo dell'economia del territorio.

La valutazione, svolta secondo le *best practices* europee, ha consentito di evidenziare i vantaggi derivanti dal loro impiego. Nello specifico, dato un fallimento di mercato di circa 561 € mln per quanto riguarda i *minibond* e di circa € 445 per l'*equity*, gli SF oggetto di analisi consentono in ottica prospettica di colmare, nell'arco di programmazione, circa il 43,81% del *financing gap* per quanto riguarda lo SF Fondo Minibond Puglia, e circa il 38,23% dell'*equity gap*.

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

La valutazione ex ante prende 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.

All'uopo, si riporta quanto previsto dalla Comunicazione della Commissione "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio" (2021/C 508/01) in merito agli eventuali vantaggi concorrenziali ed al relativo impatto sulle regole degli aiuti di Stato rispetto ai differenti livelli. *"Le misure di finanziamento del rischio si presentano spesso come strutture complesse volte ad incoraggiare un gruppo di operatori economici (investitori) a finanziare un altro gruppo di operatori (imprese ammissibili). A seconda della struttura della misura, e anche se l'intento delle autorità pubbliche è solo quello di offrire un'agevolazione al secondo gruppo, a beneficiare degli aiuti di Stato possono essere le imprese di una delle due categorie o di entrambe. Inoltre, le misure di finanziamento del rischio comportano di norma l'intervento di uno o più intermediari finanziari, che possono avere uno status distinto da quello degli investitori e dei beneficiari finali cui sono rivolti gli investimenti. In questi casi occorre anche stabilire se si ritiene che l'intermediario finanziario stia beneficiando di aiuti di Stato. Qualsiasi aiuto a favore dell'intermediario finanziario dovrebbe essere limitato mediante il trasferimento del vantaggio ai beneficiari finali, come stabilito nei presenti orientamenti. Il fatto che gli intermediari finanziari possano incrementare i loro attivi e che i loro gestori possano realizzare un maggiore fatturato mediante le commissioni che riscuotono è considerato soltanto un effetto economico secondario della misura di aiuto e non un vantaggio procurato dalla medesima agli intermediari finanziari e ai loro gestori. Tuttavia, se la misura di finanziamento del rischio è concepita in modo da trasmettere i suoi effetti secondari a intermediari finanziari identificabili o a gruppi di intermediari finanziari identificabili, si riterrà che questi abbiano beneficiato di un vantaggio indiretto."*



### 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.

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 procedura di evidenza 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<sup>13</sup> e obiettiva. 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 eleggibili dovranno essere contenuti entro i tetti previsti dall'art. 68 del regolamento (UE) n. 2021/1060.

### 6.3 Aiuti ai beneficiari finali

Per gli strumenti di cui alla presente valutazione, il sostegno assume la forma della garanzia di portafoglio e di equity.

Gli aiuti saranno concessi nel quadro delle categorie di aiuto compatibili con il mercato comune ai sensi del Regolamento UE n. 651/2014 oppure nel quadro del regime *de minimis* ai sensi del Regolamento (UE) n. 2023/2831.

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

---

<sup>13</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio" (2021/C 508/01).

scelta effettuata relativamente all'applicazione del regime *de minimis* ai sensi del Regolamento (UE) n. 2023/2831 e/o del regime previsto nel Regolamento UE n. 651/2014 (GBER).

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 l'art. 68 del Regolamento (UE) n. 2021/1060 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. Laddove l'intermediario finanziario non trasferisca interamente il vantaggio finanziario ai destinatari finali, il contributo pubblico non erogato viene ritrasferito all'Autorità di gestione.

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 del Regolamento (UE) n. 2023/2831 della Commissione del 13/12/2023, 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 € 300.000 nell'arco di tre esercizi finanziari.

Ai sensi dell'art. 4, paragrafo 6, del Regolamento 2023/2831, gli aiuti concessi sotto forma di prestiti sono considerati aiuti "*de minimis*" trasparenti se:

"a) il beneficiario non è né oggetto di procedura concorsuale per insolvenza né soddisfa le condizioni previste dal diritto nazionale per l'apertura nei suoi confronti di una tale procedura su richiesta dei suoi creditori. Per le grandi imprese, il beneficiario si trova in una situazione comparabile a un rating del credito pari almeno a «B-», e uno dei due seguenti valori:

b) la garanzia non supera in alcun momento l'80 % del prestito sotteso, le perdite sono sostenute proporzionalmente e nello stesso modo dal prestatore e dal garante, i recuperi netti provenienti dalla soddisfazione dei crediti con le coperture fornite dal mutuatario riducono proporzionalmente le perdite sostenute dal prestatore e dal garante e l'importo garantito è di 2.250.000 EUR con una durata della garanzia di cinque anni o l'importo garantito è di 1.125.000 EUR con una durata della garanzia di dieci anni; se l'importo garantito è inferiore a tali importi 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; o c) l'equivalente sovvenzione lordo è stato calcolato in base ai premi «esenti» di cui in una comunicazione della Commissione; o

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 approvato 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.”

Il Regolamento (UE) n. 2023/2831 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 i massimali di riferimento.

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.

#### *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 dal medesimo regolamento GBER.

#### 6.4 Operazioni di mercato. Criterio dell'investitore operante in una economia di mercato

In relazione ai destinatari finali nella forma di MIDCAP, la garanzia di portafoglio è concessa a condizioni di mercato senza alcuna componente di aiuto, nel rispetto del “criterio dell'investitore in un'economia di mercato” di cui alla Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato 2016/C 262/01.

Ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, del Trattato, un vantaggio è un beneficio economico che un'impresa non potrebbe ricevere in condizioni normali di mercato, ossia in assenza di intervento dello Stato. Ai fini della nozione di aiuto di Stato non è solo rilevante la concessione di vantaggi economici positivi, ma può costituire un vantaggio anche qualsiasi intervento che allevi gli oneri economici. Si tratta di una nozione ampia che comprende qualsiasi riduzione degli oneri che normalmente gravano sul bilancio di un'impresa.

La Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato 2016/C 262/01 – Sezione 4 - contiene indicazioni dettagliate per valutare se un beneficio è ottenuto in condizioni normali di mercato.

Le operazioni economiche effettuate da enti pubblici (comprese le imprese pubbliche) non conferiscono un vantaggio alle controparti e pertanto non costituiscono aiuto, se sono svolte alle normali condizioni di mercato. Per individuare la presenza di aiuti di Stato nel caso di investimenti pubblici (in particolare, conferimenti di capitale), gli organi giurisdizionali dell'Unione hanno elaborato il «criterio dell'investitore in un'economia di mercato»: al fine di stabilire se l'investimento di un ente pubblico costituisca un aiuto di Stato, è necessario valutare se, in circostanze analoghe, un investitore privato di dimensioni paragonabili che opera alle normali condizioni di un'economia di mercato avrebbe realizzato l'investimento in questione.

Per stabilire se l'intervento dello Stato sia conforme alle condizioni di mercato, occorre effettuare una valutazione ex ante, tenendo conto delle informazioni disponibili alla data in cui l'intervento è stato deciso. Infatti, qualsiasi investitore privato accorto operante in un'economia di mercato svolge solitamente una propria valutazione ex ante della strategia e delle prospettive finanziarie di un progetto.

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

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

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 organismi.

In quest'ultimo caso, l'art. 59, paragrafo 2, del Regolamento (UE) 2021/1060 prevede che l'Autorità di gestione seleziona l'Organismo che attua lo strumento finanziario.

L'art. 59, al paragrafo 3, dispone quanto segue:

*“L'autorità di gestione può procedere all'aggiudicazione diretta di un contratto per l'attuazione di uno strumento finanziario:*

- a) alla BEI;*
- b) a istituzioni finanziarie internazionali in cui uno Stato membro detiene una partecipazione;*
- c) a una banca o a un istituto di proprietà dello Stato costituiti come entità giuridiche che svolgono attività finanziarie su base professionale e soddisfano tutte le condizioni seguenti:*
  - i. non vi è alcuna partecipazione diretta di capitali privati, a eccezione di forme di partecipazione di capitali privati prescritte dalle disposizioni legislative nazionali, in conformità dei trattati, che non comportano controllo o potere di veto né consentono l'esercizio di un'influenza determinante sulla banca o sull'istituto in questione, e a eccezione di forme di partecipazione di capitali privati che non conferiscono alcuna influenza sulle decisioni riguardanti la gestione corrente dello strumento finanziario sostenuto dai fondi;*
  - ii. operano con un mandato pubblico, conferito dall'autorità competente di uno Stato membro a livello nazionale o regionale, che comprende, come parte o totalità dei loro compiti, lo svolgimento di attività di sviluppo economico che contribuiscono agli obiettivi dei fondi;*
  - iii. svolgono, come parte o totalità dei loro compiti, attività di sviluppo economico che contribuiscono agli obiettivi dei fondi in regioni, settori o ambiti strategici per i quali l'accesso ai finanziamenti da fonti di mercato non è generalmente disponibile o sufficiente;*
  - iv. operano senza l'obiettivo primario di massimizzare i profitti, ma garantiscono la sostenibilità finanziaria a lungo termine delle loro attività;*

- v. *garantiscono che l'aggiudicazione diretta di un contratto di cui alla lettera b) non accordi alcun vantaggio diretto o indiretto ad attività commerciali attraverso misure adeguate conformemente al diritto applicabile;*
- vi. *sono soggetti alla vigilanza di un'autorità indipendente conformemente al diritto applicabile;*

d) *altri organismi, anche rientranti nell'ambito di applicazione dell'articolo 12 della direttiva 2014/24/UE."*

Se l'Organismo selezionato dall'Autorità di gestione attua un fondo di partecipazione, tale organismo può procedere a sua volta alla selezione di altri organismi per attuare fondo specifici.

L'articolo 72, paragrafo 1, lettera a), del Regolamento (UE) 2021/1060, prevede che l'autorità di gestione *"è responsabile della gestione del programma allo scopo di conseguire gli obiettivi del programma."* Essa ha, in particolare, la funzione di *"selezionare le operazioni in conformità dell'articolo 73, ad eccezione delle operazioni di cui all'articolo 33, paragrafo 3. Letter d)".*

All'uopo, si evidenzia il cambiamento rispetto alle disposizioni in materia di cui alla programmazione 2014/2020. Il Regolamento 2021/1060, infatti, dispone che l'Autorità di gestione debba affidare l'attuazione a un Organismo che sia in grado di attuare lo strumento finanziario, ma non precisa quali siano i requisiti minimi che l'Organismo deve possedere a tal fine, così come era disciplinato nella precedente Programmazione (cfr. articolo 7 del Regolamento delegato della Commissione 480 dal 2014).

La Commissione, comunque, ha fornito chiarimenti non vincolanti agli Stati membri in relazione alla selezione (cfr. *Fi-compass Knowledge Hub – Selection of financial intermediaries*).

Qualora uno strumento finanziario sia attuato a norma dell'articolo 59, paragrafo 2, i termini e le condizioni dei contributi dei programmi agli strumenti finanziari dovranno essere stabiliti in Accordi di Finanziamento, in maniera conforme all'Allegato X del Regolamento (UE) 2021/1060, che saranno sottoscritti tra la Regione Puglia e l'Organismo che attua un fondo di partecipazione o un fondo specifico.

I contenuti degli Accordi di finanziamento, previsti dall'Allegato X del Regolamento (UE) n. 2021/1060, 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 stimato di cui all'articolo 58, paragrafo 3, lettera a);

- 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 in materia di sorveglianza per quanto concerne l'attuazione degli investimenti e i flussi di investimento, compresa la rendicontazione da parte dello strumento finanziario al fondo di partecipazione e all'autorità di gestione allo scopo di garantire la conformità all'articolo 42;
- e) le prescrizioni in materia di audit, quali le prescrizioni minime per la documentazione da conservare a livello dello strumento finanziario (e, se del caso, a livello del fondo di partecipazione) in conformità dell'articolo 82, e le prescrizioni di tenuta di una contabilità separata per le diverse forme di sostegno conformemente all'articolo 58, paragrafo 6, ove applicabile, comprese le disposizioni e le prescrizioni 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;
- f) le prescrizioni e le procedure per la gestione del contributo fornito dal programma conformemente all'articolo 92 e per la previsione dei flussi di investimento, comprese le prescrizioni in materia di contabilità fiduciaria o separata a norma dell'articolo 59;
- g) le prescrizioni e le procedure per la gestione degli interessi e delle altre plusvalenze generate di cui all'articolo 60, comprese le operazioni di tesoreria o gli investimenti 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 conformemente all'articolo 68, paragrafo 1, lettera d);
- i) le disposizioni relative al reimpiego delle risorse imputabili al sostegno dei Fondi conformemente all'articolo 62 e le modalità di disimpegno del contributo dei Fondi dallo strumento finanziario;
- j) le condizioni di un eventuale ritiro parziale o totale dei contributi dei programmi erogati agli strumenti finanziari, compreso il fondo di partecipazione, se del caso;
- k) le disposizioni volte a garantire che gli organismi che attuano gli 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;
- l) le disposizioni relative alla liquidazione dello strumento finanziario;
- m) altri termini e condizioni per i contributi del programma allo strumento finanziario;
- n) i termini e le condizioni per garantire che, mediante accordi contrattuali, i destinatari finali adempiano alle disposizioni relative all'esposizione di targhe o cartelloni permanenti in conformità dell'articolo 50, paragrafo 1, lettera c), e ad altre disposizioni volte a garantire il rispetto dell'articolo 50 e dell'allegato IX per il riconoscimento del sostegno fornito dai Fondi;
- o) la valutazione e la selezione degli organismi che attuano gli strumenti finanziari, compresi inviti a manifestare interesse o procedure di aggiudicazione degli appalti pubblici (solo se gli strumenti finanziari sono organizzati mediante un fondo di partecipazione).



## 7.2 Spese ammissibili in materia di strumenti finanziari, costi e commissione di gestione

Secondo quanto disposto dall'art. 68 del Regolamento (UE) n. 2021/1060,

1. *“Le spese ammissibili di uno strumento finanziario sono costituite dall'importo totale del contributo del programma erogato allo strumento finanziario, oppure, nel caso di garanzie, accantonato per i contratti di garanzia dallo strumento finanziario, nel periodo di ammissibilità, e tale importo corrisponde:*

- i. ai pagamenti ai destinatari finali, nel caso di prestiti e investimenti azionari o quasi azionari;*
- ii. alle risorse accantonate per i contratti di garanzia, in essere o già giunti a scadenza, al fine di onorare eventuali attivazioni delle garanzie per perdite, calcolate in base al coefficiente di moltiplicazione stabilito per i rispettivi nuovi prestiti o investimenti azionari o quasi azionari sottostanti erogati a favore dei destinatari finali;*
- iii. ai pagamenti versati ai destinatari finali o a loro beneficio, qualora gli strumenti finanziari siano combinati con altri contributi dell'Unione come singola operazione di strumenti finanziari in conformità dell'articolo 58, paragrafo 5;*
- iv. ai pagamenti di commissioni di gestione e al rimborso dei costi di gestione sostenuti dagli organismi che attuano lo strumento finanziario.*

2. *Quando uno strumento finanziario è attuato in più periodi di programmazione consecutivi, il sostegno può essere fornito ai destinatari finali, o a loro beneficio, inclusi costi e commissioni di gestione, sulla base degli accordi conclusi nel periodo di programmazione precedente, purché tale sostegno rispetti le regole di ammissibilità del periodo di programmazione successivo. In tali casi, l'ammissibilità delle spese presentate nelle domande di pagamento è determinata conformemente alle regole del rispettivo periodo di programmazione.*

3. *Ai fini del paragrafo 1, lettera b), se il soggetto che beneficia delle garanzie non ha erogato l'importo pianificato di nuovi prestiti, investimenti azionari o quasi-azionari a favore dei destinatari finali secondo il coefficiente di moltiplicazione, le spese ammissibili sono proporzionalmente ridotte. Il coefficiente di moltiplicazione può essere riveduto se ciò è giustificato da cambiamenti successivi delle condizioni di mercato. Tale revisione non ha effetto retroattivo.*

4. *Ai fini del paragrafo 1, lettera d), le commissioni di gestione dipendono dalla performance. Se gli organismi che attuano un fondo di partecipazione sono selezionati tramite aggiudicazione diretta di un contratto a norma dell'articolo 59, paragrafo 3, l'importo dei costi e delle commissioni di gestione versati a tali organismi che possono essere dichiarati spese ammissibili è soggetto a una soglia fino al 5 % dell'importo totale dei contributi del programma erogati ai destinatari finali in prestiti o accantonati per contratti di garanzia e fino al 7 % dell'importo totale dei contributi del programma erogati ai destinatari finali in investimenti azionari o quasi azionari. Se gli organismi che attuano un fondo specifico sono selezionati tramite aggiudicazione diretta di un contratto a norma dell'articolo 59, paragrafo 3, l'importo dei costi e delle commissioni di gestione versati a tali organismi che possono essere dichiarati spese ammissibili è soggetto a una soglia fino al 7 % dell'importo totale dei contributi del programma erogati ai destinatari finali in prestiti o accantonati per contratti di garanzia e fino al 15 % dell'importo totale dei contributi del programma erogati ai destinatari finali in investimenti azionari o quasi azionari. Se gli organismi che attuano un fondo di*

*partecipazione o fondi specifici, o entrambi, sono selezionati tramite procedura competitiva in conformità del diritto applicabile, l'importo dei costi e delle commissioni di gestione è stabilito nell'accordo di finanziamento e rispecchia il risultato della procedura competitiva.*

5. *Se le commissioni di istruttoria, o parte di esse, sono a carico dei destinatari finali, esse non sono dichiarate come spese ammissibili.*

6. *Le spese ammissibili dichiarate in conformità del paragrafo 1 non superano la somma dell'importo totale del sostegno a carico dei fondi pagato ai fini di detto paragrafo e del corrispondente cofinanziamento nazionale."*

### 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. 92 del Reg. UE 2021/1060, se gli strumenti finanziari sono attuati in conformità all'art. 59, paragrafo 2, le risorse saranno trasferite al soggetto gestore secondo le seguenti modalità:

- a) l'importo incluso nella prima domanda di pagamento deve essere stato versato agli strumenti finanziari e può rappresentare fino al 30% dell'importo totale dei contributi del programma impegnati per strumenti finanziari a norma del pertinente accordo di finanziamento, in conformità della pertinente priorità e categoria di regioni, se applicabile;
- b) l'importo incluso nelle domande successive di pagamento presentate durante il periodo di ammissibilità include le spese ammissibili di cui all'articolo 68, paragrafo 1.

### 7.4 Gestione, controllo e monitoraggio degli strumenti finanziari

Il Regolamento (UE) n. 2021/1060 prevede una normativa specifica per le attività di gestione, controllo e monitoraggio degli strumenti finanziari.

L'art. 42 prevede l'elaborazione e la trasmissione elettronica di report informativi che si riferiscano ai seguenti elementi:

- a) il numero di operazioni selezionate, il loro costo totale ammissibile, il contributo dei fondi e le spese totali ammissibili dichiarate dai beneficiari all'autorità di gestione, tutti ripartiti per tipologia di intervento;
- b) i valori degli indicatori di output e di risultato per le operazioni selezionate e i valori conseguiti dalle operazioni.

Per ciò che concerne gli strumenti finanziari, inoltre, devono essere forniti anche i dati riguardanti:

- a) le spese ammissibili per tipologia di prodotto finanziario;
- b) l'importo dei costi e delle commissioni di gestione dichiarati come spese ammissibili;
- c) l'importo, per tipologia di prodotto finanziario, delle risorse pubbliche e private mobilitate in aggiunta ai fondi;

- d) gli interessi e altre plusvalenze generate dal sostegno dei fondi agli strumenti finanziari, di cui all'articolo 60, e le risorse restituite imputabili al sostegno dei fondi, di cui all'articolo 62;
- e) il valore totale dei prestiti e degli investimenti azionari o quasi azionari nei confronti di destinatari finali garantiti con le risorse del programma ed effettivamente versati ai destinatari finali.

Con riferimento specifico al reimpiego delle risorse imputabili al sostegno dei fondi, l'articolo 62 del Regolamento (UE) n. 2021/1060 dispone che *“le risorse restituite, prima della fine del periodo di ammissibilità, agli strumenti finanziari, provenienti da investimenti a favore di destinatari finali o dallo sblocco delle risorse accantonate per i contratti di garanzia, compresi i rimborsi di capitale e qualsiasi tipo di entrate generate imputabili al sostegno dei fondi, sono reimpiegate negli stessi strumenti finanziari o in altri per ulteriori investimenti a favore di destinatari finali, per coprire le perdite rispetto all'importo nominale del contributo dei fondi allo strumento finanziario risultante da interessi negativi, se tali perdite si verificano nonostante la gestione attiva della tesoreria, o da commissioni e costi di gestione associati a tali ulteriori investimenti, tenendo conto del principio della sana gestione finanziaria.”*

Gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché le risorse di cui sopra restituite agli strumenti finanziari durante un periodo di almeno otto anni dopo la fine del periodo di ammissibilità *“siano reimpiegate in conformità degli obiettivi strategici del programma o dei programmi per i quali erano stati costituiti gli strumenti finanziari, nello stesso strumento finanziario o, in seguito al disimpegno di tali risorse dallo strumento finanziario, in altri strumenti finanziari o in altre forme di sostegno.”*

Tale disposizione conferma il tenore della disciplina sui rientri di cui ai Regolamenti UE n. 1803/2006 e n. 1828/2006, a valere sul POR Puglia 2007/2013, ed al Regolamento UE n. 1303/2013, a valere sul POR Puglia 2014/2020.

In particolare, da un lato, gli articoli 43 e 44 del Regolamento UE n. 1828/2006 disponevano che la disciplina relativa agli strumenti di ingegneria finanziaria doveva essere definita in un accordo di finanziamento, concluso tra il “rappresentante autorizzato dello strumento di ingegneria finanziaria” e l'Autorità di gestione, che doveva prevedere, tra gli altri elementi, che *“le disposizioni di liquidazione dello strumento di ingegneria finanziaria, incluso il reimpiego delle risorse attribuibili al contributo del programma operativo restituite allo strumento di ingegneria finanziaria a partire da investimenti, o ancora disponibili dopo che tutte le garanzie sono state soddisfatte.”*

Dall'altro lato, gli articoli 44 e 45 del Regolamento UE n. 1303/2013 disponevano che *“le risorse rimborsate agli strumenti finanziari (...), che sono imputabili al sostegno fornito dai fondi SIE, sono reimpiegate per le seguenti finalità, nei limiti degli importi necessari e nell'ordine concordato nei pertinenti accordi di finanziamento: a) ulteriori investimenti attraverso lo stesso strumento finanziario o altri strumenti finanziari, conformemente agli specifici obiettivi definiti nell'ambito di una priorità b) se del caso, remunerazione preferenziale degli investitori privati, o degli investitori pubblici operanti secondo il principio dell'economia di mercato, che forniscono fondi di contropartita*

*per il sostegno dei fondi SIE allo strumento finanziario o che coinvestono a livello dei destinatari finali; c) se del caso, rimborso dei costi di gestione sostenuti e pagamento delle commissioni di gestione dello strumento finanziario” e che “gli Stati membri adottano le misure necessarie affinché le risorse restituite agli strumenti finanziari, comprese le plusvalenze e i rimborsi in conto capitale e gli altri rendimenti generati durante un periodo di almeno otto anni dalla fine del periodo di ammissibilità, che sono imputabili al sostegno dai fondi SIE agli strumenti finanziari a norma dell'articolo 37, siano utilizzati conformemente alle finalità del programma o dei programmi, nell'ambito del medesimo strumento finanziario, o, in seguito al disimpegno di tali risorse dallo strumento finanziario, in altri strumenti finanziari, purché in entrambi i casi una valutazione delle condizioni di mercato dimostri la necessità di mantenere tale investimento o altre forme di sostegno.”*

Alla luce della disciplina consolidata sul reimpiego delle risorse restituite agli strumenti finanziari, si evidenzia che, al 31 dicembre 2024, Puglia Sviluppo, in qualità di Ente Gestore di alcuni strumenti finanziari della Regione Puglia, ha registrato, con riferimento alla Programmazione unitaria 2014/2020 rientri per importi di valore tale da consentire il reimpiego sugli strumenti finanziari della Programmazione 2021-2027.

L'art. 74, paragrafo 1, inoltre, specifica che “l'Autorità di gestione:

- a) esegue verifiche di gestione per accertarsi che i prodotti e i servizi cofinanziati siano stati forniti, che l'operazione sia conforme al diritto applicabile, al programma e alle condizioni per il sostegno dell'operazione, e verifica:*
  - i. per i costi da rimborsare a norma dell'articolo 53, paragrafo 1, lettera a), che l'importo delle spese dichiarate dai beneficiari in relazione a tali costi sia stato erogato e che i beneficiari tengano una contabilità separata o utilizzino codici contabili appropriati per tutte le transazioni relative all'operazione;*
  - ii. per i costi da rimborsare a norma dell'articolo 53, paragrafo 1, lettere b), c) e d), che siano state rispettate le condizioni per il rimborso della spesa al beneficiario;*
- b) garantisce, subordinatamente alla disponibilità di finanziamento, che ciascun beneficiario riceva l'importo dovuto integralmente ed entro 80 giorni dalla data della presentazione della domanda di pagamento da parte del beneficiario; il termine può essere interrotto se le informazioni presentate dal beneficiario non consentono all'autorità di gestione di stabilire se l'importo è dovuto;*
- c) pone in atto misure e procedure antifrode efficaci e proporzionate, tenendo conto dei rischi individuati;*
- d) previene, individua e rettifica le irregolarità;*
- e) conferma che le spese registrate nei conti sono legittime e regolari;*
- f) redige la dichiarazione di gestione in conformità del modello riportato nell'allegato XVIII.”*

È previsto, inoltre, da parte dell'Autorità di gestione e dell'Autorità di audit attività di verifica di gestione in loco a livello degli organismi che attuano lo strumento finanziario.

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

Gli strumenti finanziari saranno attuati nell'ambito del P.R. Puglia 2021/2027 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 2014-2020 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 2014-2020, 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 Regionale.

Nello specifico, si stima che, con riferimento al sistema dei mercati di capitale, esista:

- un *financing gap* pari a 561 €mln, per ciò che concerne i minibond, nell'arco di programmazione (secondo semestre 2025 - dicembre 2030) equivalente ad un *gap* annuo di 102 €mln.
- Un *equity gap* pari a 444,7 € mln, per ciò che concerne il capitale di rischio, nell'arco di programmazione (secondo semestre 2025 - dicembre 2030) equivalente ad un *gap* annuo di 80,85 €mln.

La valutazione suggerisce per la quantificazione dei risultati attesi degli strumenti finanziari il ricorso ad una batteria di indicatori di risultato riconducibile al Programma Regionale.

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 e dai processi di concentrazione bancaria, 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.

Viste le esperienze positive condotte e in essere relativamente all'attuazione degli strumenti finanziari nella forma del Fondo Equity e del Fondo Minibond, nonché i risultati conseguiti, nella precedente Valutazione ex ante si sono ritenute congrue le seguenti dotazioni finanziarie:

- Fondo Equity: € 60.000.000,00;
- Fondo Minibond: € 50.000.000.

La Regione Puglia, al fine di ridurre ulteriormente il financing gap, intende modificare la dotazione finanziaria dei suddetti strumenti, come di seguito specificato:

*Tabella 20. Dotazione finanziaria complessiva*

STRUMENTI FINANZIARI	DOTAZIONE INIZIALE VEXA 2023	INCREMENTO DOTAZIONE da AGGIORNAMENTO VEXA	DOTAZIONE COMPLESSIVA AGGIORNAMENTO VEXA 2025	ALLOCAZIONE DEI RIENTRI P.O. FESR 2014/2020
EQUITY	60.000.000,00 €	40.000.000,00 €	100.000.000,00 €	40.000.000,00 €
MINIBOND	50.000.000,00 €	36.021.505,38 €	86.021.505,38 €	86.021.505,38 €
<b>TOTALI</b>	<b>110.000.000,00 €</b>	<b>76.021.505,38 €</b>	<b>186.021.505,38 €</b>	<b>126.021.505,38 €</b>

Alla luce di quanto sopra, si evince che, con riferimento agli strumenti finanziari di cui alla presente Valutazione ex ante, la Regione Puglia potrà reimpiegare fino a € 126.021.505,38, a valere sulle risorse restituite agli strumenti finanziari attuati nell'ambito del PO Puglia 2014/2020.

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

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 costruiti sulla base di obiettivi ben definiti della politica economica comunitaria, si può procedere con aggiornamenti derivanti 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 aggiuntivo 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.