

Regione Lazio

**DIREZIONE SVILUPPO ECONOM., ATTIV. PROD. E LAZIO
CREATIVO**

Atti dirigenziali di Gestione

Determinazione 2 luglio 2018, n. G08302

POR FESR Lazio 2014-2020. (VEXA) Valutazione ex ante relativa agli Strumenti Finanziari ai sensi dell'art. 37 del Reg. (UE) n. 1303/2013. Documento di aggiornamento di maggio 2018.

OGGETTO: POR FESR Lazio 2014-2020. (VEXA) Valutazione ex ante relativa agli Strumenti Finanziari ai sensi dell'art. 37 del Reg. (UE) n. 1303/2013. Documento di aggiornamento di maggio 2018.

IL DIRETTORE REGIONALE PER LO SVILUPPO ECONOMICO LE ATTIVITÀ PRODUTTIVE E LAZIO CREATIVO, ANCHE IN QUALITÀ DI AUTORITÀ DI GESTIONE DEL POR FESR 2014-2020

Su proposta del Dirigente dell'Area Credito, Incentivi alle Imprese, Artigianato e Cooperazione;

VISTA la Legge Regionale 18 febbraio 2002, n. 6 concernente "Disciplina sistema organizzativo della Giunta e del Consiglio e disposizioni relative alla dirigenza ed al personale regionale" ed in particolare l'art. 11 che disciplina le strutture della Giunta;

VISTO il Regolamento Regionale n. 1 del 6 settembre 2002 e s. m. i., denominato "Regolamento di organizzazione degli uffici e dei servizi della Giunta Regionale";

VISTO il Regolamento Regionale 9 novembre 2017, n. 26, recante: "Regolamento Regionale di contabilità";

VISTA la deliberazione della Giunta regionale 6 febbraio 2018, n. 55, con la quale sono assegnati i capitoli di spesa alle strutture regionali competenti, ai sensi dell'articolo 13, comma 5, del r.r. n. 26/2017;

VISTA la Legge Regionale n. 3 del 4 giugno 2018, recante "Legge di stabilità regionale 2018";

VISTA la Legge Regionale n. 4 del 4 giugno 2018, recante "Bilancio di previsione finanziario della Regione Lazio 2018-2020";

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

CONSIDERATO che il paragrafo 2 dell'art. 37 del Regolamento (UE) 1303/2013 prevede che il sostegno di strumenti finanziari è basato su una valutazione ex ante (VEXA) che abbia fornito evidenze sui fallimenti del mercato o condizioni di investimento subottimali, nonché sul livello e sugli ambiti stimati della necessità di investimenti pubblici, compresi i tipi di strumenti finanziari da sostenere;

VISTO il Regolamento (UE) n. 1301/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 dicembre 2013 relativo al Fondo europeo di sviluppo regionale e a disposizioni specifiche concernenti l'obiettivo "Investimenti a favore della crescita e dell'occupazione" e che abroga il Regolamento (CE) n. 1080/2006;

VISTA la DGR n. 479 del 17/07/2014 inerente la "Adozione unitaria delle proposte di Programmi Operativi Regionali: POR FESR, POR FSE e PSR FEASR 2014-2020";

VISTA la Deliberazione n. 660 del 14 ottobre 2014 con cui la Giunta regionale ha designato l'Autorità di Audit, l'Autorità di Certificazione, l'Autorità di Gestione del Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR) e l'Autorità di Gestione del Fondo Sociale Europeo (FSE) per il ciclo di programmazione 2014-2020;

VISTO l'Accordo di Partenariato con l'Italia per il periodo 2014-2020, approvato con Decisione della Commissione europea C(2014) 8021 del 29 ottobre 2014;

VISTA la Valutazione ex ante (VEXA) 2014 relativa agli Strumenti Finanziari (SF) cofinanziati da Fondi Strutturali e di Investimento europei ai sensi dell'art. 37 del Reg. 1303/2013 inoltrata, tramite il portale SFC della Commissione Europea per il trasferimento delle informazioni, al momento della presentazione del Programma Operativo POR Lazio FESR 2014-2020 nel dicembre 2014;

VISTO il Programma Operativo POR Lazio FESR 2014-2020, approvato con Decisione della Commissione europea C(2015) 924 del 12 febbraio 2015;

VISTA la DGR n. 205 del 6 maggio 2015, avente ad oggetto: "Adozione del Programma Operativo POR LAZIO FESR 2014-2020 nell'ambito dell'Obiettivo Investimenti a favore della crescita e dell'occupazione";

VISTA la normativa comunitaria che regola la specifica materia:

- Regolamento delegato (UE) n. 480/2014 della Commissione, del 3 marzo 2014, che integra il regolamento (UE) n. 1303/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio recante disposizioni comuni sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo, sul Fondo di coesione, sul Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca e disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo

sociale europeo, sul Fondo di coesione e sul Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca (GU L 138 del 13.5.2014);

- Regolamento di esecuzione (UE) n. 821/2014 della Commissione del 28 luglio 2014 recante modalità di applicazione del regolamento (UE) n. 1303/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le modalità dettagliate per il trasferimento e la gestione dei contributi dei programmi, le relazioni sugli strumenti finanziari, le caratteristiche tecniche delle misure di informazione e di comunicazione per le operazioni e il sistema di registrazione e memorizzazione dei dati (GU L 223 del 29.7.2014);
- Regolamento di esecuzione (UE) n. 964/2014 della Commissione dell'11 settembre 2014 recante modalità di applicazione del regolamento (UE) n. 1303/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto concerne i termini e le condizioni uniformi per gli strumenti finanziari (GU L 271 del 12.9.2014);
- Regolamento di esecuzione (UE) n. 1011/2014 della Commissione del 22 settembre 2014 recante modalità di esecuzione del regolamento (UE) n. 1303/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i modelli per la presentazione di determinate informazioni alla Commissione e le norme dettagliate concernenti gli scambi di informazioni tra beneficiari e autorità di gestione, autorità di certificazione, autorità di audit e organismi intermedi (GU L. 286 del 30.9.2014);

VISTA la Determinazione n. G07287 del 27/06/2016 (pubblicata sul B.U.R.L. n. 55 del 12/07/2016 – supplemento n. 1) è stata adottata la Valutazione *ex Ante* (VexA) di aggiornamento della versione 2014 con particolare riferimento agli strumenti di credito e garanzie;

VISTA la Determinazione 21 aprile 2017, n. G05276 (pubblicata sul B.U.R.L. n. 35 del 02/05/2017) con la quale è stata integrata la VEXA relativa agli Strumenti Finanziari con le valutazioni relative agli strumenti dedicati ad incentivare il settore privato ad investire nel capitale di rischio delle imprese innovative e delle modalità e criteri di selezione delle operazioni sostenute attraverso gli strumenti finanziari di Venture Capital;

CONSIDERATO che i dati sulla prima attuazione degli strumenti finanziari hanno evidenziato la necessità di aggiornare la valutazione *ex ante* di cui ai predetti provvedimenti, tra l'altro inserendo un nuovo strumento per garanzie di portafoglio nell'ambito del Fondo centrale di garanzia di cui alla L. 662/96 e aggiornando la strategia degli strumenti di Venture capital;

CONSIDERATO che il Comitato di Governance, nella seduta del 23/05/2018, ha approvato il documento di aggiornamento della VEXA relativa agli strumenti finanziari di cui all'allegato I;

CONSIDERATO che l'Autorità di gestione, nel corso della riunione del Comitato di Sorveglianza del 25/05/2018 ha comunicato l'aggiornamento della VEXA sugli strumenti finanziari come previsto dall'art. 37, paragrafo 3 di cui all'allegato I del presente atto;

RITENUTO opportuno, pertanto, adottare formalmente e pubblicare l'aggiornamento della VEXA sugli strumenti finanziari di cui all'allegato I, parte integrante e sostanziale del presente atto: "Valutazione *ex ante* relativa agli Strumenti Finanziari ai sensi dell'art. 37 del Reg. (UE) n. 1303/2013 Documento di aggiornamento. Maggio 2018";

ASSUME LA DETERMINAZIONE

Per quanto espresso in premessa, che costituisce parte integrante e sostanziale della presente determinazione:

- di adottare formalmente e pubblicare l'aggiornamento della VEXA sugli strumenti finanziari di cui all'allegato I, parte integrante e sostanziale del presente atto: "Valutazione *ex ante* relativa agli Strumenti Finanziari ai sensi dell'art. 37 del Reg. (UE) n. 1303/2013 Documento di aggiornamento. Maggio 2018".

Il presente provvedimento è pubblicato sul Bollettino Ufficiale della Regione Lazio e sul sito web istituzionale.

Il Direttore
Rosanna Bellotti



**Programma Operativo Regionale Lazio 2014-2020
Cofinanziato dal Fondo Europeo di Sviluppo Regionale
POR FESR Lazio 2014-2020**

**Valutazione ex ante relativa agli Strumenti Finanziari
ai sensi dell'art. 37 del Reg. (UE) n. 1303/2013**

Documento di aggiornamento

Maggio 2018

INDICE

1.	Scopo del documento.....	2
2.	Progressi compiuti.....	4
2.1.	Fondo Rotativo Piccolo Credito - FRPC	4
2.2.	Fondo di Riassicurazione (FdR).....	5
2.3.	Garanzia Equity (GE).....	6
2.4.	SF per il finanziamento al rischio - FARE Venture.....	6
3.	Il contributo degli SF all'attuazione degli obiettivi del POR FESR 2014-2020.....	9
3.1.	Fondo Rotativo Piccolo Credito - FRPC	9
3.2.	Fondo di Riassicurazione - FdR	10
3.3.	Garanzia Equity - GE.....	10
3.4.	FARE Venture.....	10
4.	FCG – garanzie di portafoglio.....	14
4.1.	Gap analysis - art. 37 (2) (a) Reg. (UE) 1303/2013.....	14
4.2.	Modalità di attuazione - art. 37 (2) (e - parte) Reg. (UE) 1303/2013.....	17
4.3.	Valore aggiunto - art. 37 (2) (b) Reg. (UE) 1303/2013	18
4.4.	Stima delle risorse aggiuntive e strategia - art. 37 (2) (c) (e - parte) Reg. (UE) 1303/2013	19
4.5.	Lezioni dall'esperienza - art. 37 (2) (d) Reg. (UE) 1303/2013	20
4.6.	Risultati attesi - art. 37 (2) (f) Reg. (UE) 1303/2013	20
4.7.	Flessibilità - art. 37 (2) (g) Reg. (UE) 1303/2013	20
5.	Nuovi SF per gli investitori informali nel capitale di rischio	22

I. Scopo del documento

Il presente documento ha lo scopo di aggiornare la Valutazione *ex ante* (di seguito anche “VexA”) datata 16 Luglio 2014 (di seguito “VexA 2014”) degli Strumenti Finanziari (di seguito “SF”) previsti dal POR FESR 2014-2020, di cui all’art. 37, comma 2, Reg. (UE) n. 1303/2013 e successivi aggiornamenti.

Il documento, in primo luogo, revisiona l’aggiornamento specifico per gli SF di Credito e Garanzia datato 8 aprile 2016 (di seguito VexA 2016) con riferimento a taluni aspetti di dettaglio, soprattutto riguardanti i prodotti finanziari, emersi in esito alla attività di monitoraggio.

Si deve anzitutto sottolineare come questa revisione non incide sull’analisi o sulla strategia delineate nelle VexA 2014 e 2016, ma vuole piuttosto essere una messa a punto dell’operatività dovuta ad una “*sovrastimata capacità di assorbimento degli investimenti da parte delle imprese richiedenti*”, che era appunto uno dei casi di aggiornamento previsti dalla VexA 2014 (capitolo G. Disposizioni per il riesame e l’aggiornamento della Valutazione *ex ante*) e ribaditi nella VexA 2016 (nell’omonimo capitolo) dove si specificava che questo caso poteva anche prodursi all’esito del monitoraggio sull’andamento degli SF. Si tratta di modifiche che si possono considerare di “ordinaria manutenzione” ma che riguardando delle caratteristiche operative dei prodotti finanziari resi disponibili dai singoli SF, sia pure di dettaglio, in alcuni casi descritte nella VexA, rappresenterebbero una difformità se non si provvedesse ad un aggiornamento del documento.

Sebbene i dati di monitoraggio evidenzino una partenza degli SF più lenta del previsto appare prematuro rivedere i risultati attesi dagli SF di Credito e Garanzia, sia perché i dati sono ancora in via di assestamento e quindi incerti sono gli effetti sugli obiettivi di medio periodo, sia perché sono stati già adottati dei provvedimenti in grado di compensare il minore periodo di funzionamento sia, infine, perché si confida sull’ulteriore contributo nella medesima direzione atteso dai provvedimenti prospettati nel presente documento.

In secondo luogo il documento revisiona l’aggiornamento specifico per quanto riguarda gli SF per il capitale di rischio datato marzo 2017 (di seguito “VexA 2017”) in particolare per quanto riguarda il contributo degli SF all’attuazione degli obiettivi del POR FESR 2014-2020 ed ai risultati attesi. Si tratta di variazioni anche significative per quanto riguarda gli indicatori rilevanti per le azioni del POR coinvolte, che sono emerse dal previsto consolidamento della strategia “*tramite il confronto con il mercato*” (capitolo 7 della VexA 2017) e dal punto di equilibrio che ne sta derivando, sebbene ancora non pienamente consolidato, per ottenere la necessaria mobilitazione del capitale privato.

Se anche in questo caso non si registra una sostanziale variazione della strategia, o almeno del percorso progettato per coinvolgere il capitale privato con la necessaria adattabilità che peraltro è stata ampiamente prospettata nella VexA 2017, si è ritenuto opportuno rappresentare in anticipo un prevedibile spostamento del baricentro operativo verso singoli investimenti di taglio maggiore rispetto a quanto inizialmente ipotizzato, dedicati ad imprese in fase di avviamento meno precoce. Spostamento che ha lasciato più scoperta del previsto la polarità che nella VexA 2017 era stata definita “local” (o “startup puro” o “seed”), dove gli operatori privati si sono rivelati più fragili del previsto, quantomeno a mobilitare gli investimenti privati nell’ambito regolato dalla normativa sui mercati finanziari; ambito nel quale si è prevalentemente incentrata l’attuazione della strategia.

In questo spirito di trasparenza e condivisione con il Comitato di Sorveglianza dei segnali, anche solo premonitori, che provengono dai progressi compiuti, si è quindi ritenuto opportuno rappresentare gli interventi di “ordinaria manutenzione” che si sono o si intendono apportare nel loro complesso.

In terzo luogo il documento completa l’analisi relativa ad un nuovo SF che utilizza una forma di collaborazione tra Ministero dello Sviluppo Economico (“MISE”) e Regioni già normata e sperimentata, riguardanti l’operatività del Fondo Centrale di Garanzia (“FCG”) sulle garanzie di portafoglio.

Una operatività degli strumenti finanziari imperniata sul FCG era stata, peraltro, prospettata nella VexA 2014 e poi ribadita in quella 2016, nell’ambito dell’azione 3.6.1 per il quale era stato riservato un contributo POR pari a 5 milioni. La modalità di intervento tramite garanzie di portafoglio è stata recentemente

ulteriormente oggetto di miglioramenti normativi (mentre l'attesa riforma della operatività su garanzie dirette e controgaranzie è attesa per il 2019) e presenta ora opportunità eccezionali in termini di addizionalità ed efficacia del contributo del POR. In particolare:

- il contributo POR attiva una importante leva finanziaria rappresentata dalle risorse statali (comunque maggioritarie) con risultati che sotto il profilo quantitativo sono stimabili in almeno il doppio se non il triplo di quelli raggiungibili con solo tale contributo;
- il contributo POR è dedicato così ad aumentare la percentuale massima di garanzia, rispetto una percentuale dell'8% coperta da risorse statali che esprimono una rischiosità "normale" del portafoglio, con il risultato, sotto il profilo qualitativo, di concentrare i suoi effetti all'ampliamento dell'offerta di credito commerciale verso fasce di imprese bancabili ma altrimenti ancora soggette a fenomeni di razionamento del credito.

Lo SF ha, peraltro, le principali caratteristiche previste per lo SF off the shelf "*garanzia limitata di portafoglio*" di cui all'allegato III del Reg. di esecuzione (UE) 964/2014, che unitamente all'operatività già consolidata di tale forma di collaborazione tra MISE e Regioni consente una tempistica di avviamento estremamente rapida, come opportuno in questa fase del ciclo di programmazione.

Per effetto dell'elevato grado di standardizzazione dello SF, oltre che per l'entità relativamente limitata del contributo POR, si ritiene che il presente documento possa assolvere alle funzioni stabilite dal comma 2 dell'art. 37 del Reg. (UE) 1303/2013 pur presentando una articolazione meno complessa rispetto a quella adottata per gli altri SF che hanno richiesto una valutazione preventiva molto più analitica per effetto della loro maggiore atipicità e grado di innovazione. Si prevede peraltro che il contributo POR sia incrementabile a 10 milioni ove finanziariamente possibile e ove l'implementazione dello SF si riveli agevole ed efficace come atteso.

Infine il documento anticipa una ulteriore linea di sviluppo, per la quale si sta procedendo ad individuare l'opportuna copertura finanziaria, tesa a riequilibrare lo spostamento del baricentro operativo della strategia per il capitale di rischio dovuta al riscontro di fallimenti di mercato più accentati del previsto per quanto riguarda la già citata polarità "local". A tal fine appare di estremo interesse ampliare gli interventi in modalità di coinvestimento (INNOVA Venture) con formule più adatte a supportare gli investitori informali, sulla falsariga di modelli già ampiamente sperimentati in altri paesi europei, che essendo consolidati sembrano potere garantire, anche in questo caso, una tempistica di avviamento estremamente rapida. In questo ambito si fa cenno alla possibilità, in corso di verifica, di prevedere come spesa ammissibile POR anche il cofinanziamento privato. Tale possibilità risulta ampiamente usata da altri Stati membri proprio con riferimento agli SF con condivisione dei rischi, come quelli relativi al capitale di rischio, ed a parità di stanziamenti offrirebbe notevoli margini di manovra per meglio adattare e completare la strumentazione operativa.

2. Progressi compiuti

La gestione degli SF, come previsto dalla VexA, avviene tramite un Fondo di Fondi denominato FARE Lazio, la cui gestione è stata affidata a Lazio Innova ed è disciplinata da apposito Accordo di Finanziamento, inizialmente sottoscritto in data 7 luglio 2016 e quindi oggetto di novazione, sottoscritta in data 9 giugno 2017, in occasione dell'avvio degli interventi relativi agli SF da attuarsi mediante aiuti di Stato per il finanziamento al rischio (ex art. 21 del Reg. (UE) 651/2014).

Per quanto riguarda gli SF di credito e garanzia è stata espletata la gara europea per la selezione del soggetto gestore (CIG: 676702775 pubblicata sul GUUE n. GU/S148 del 3 agosto 2016 e sulla GURI del 3 agosto 2016, 5° serie speciale, n. 89) e in data 25 gennaio 2017 Lazio Innova ha disposto l'aggiudicazione dell'affidamento in favore del Raggruppamento Temporaneo d'Impresa (RTI) tra Artigiancassa SpA e Banca del Mezzogiorno – MedioCredito Centrale SpA.

Dopo aver portato a termine gli adempimenti formali necessari alla sottoscrizione del contratto previsti dalla legge e dagli atti di gara, in data 29 maggio 2017 è stato sottoscritto l'Accordo di Finanziamento con il RTI.

Considerando che la data di conclusione del periodo di erogazione rimane ferma all'ottobre 2023, in funzione della data di chiusura dei programmi operativi del ciclo di programmazione 2014-2020, la tempistica correlata alla procedura di gara ha avuto un impatto in termini attuativi e di risultati attesi, dato che nella VexA 2016 si prevedeva un avvio della operatività a novembre 2016. Di conseguenza è necessario tenere conto del minore periodo utile per riutilizzare la dotazione finanziaria degli SF derivanti dai rientri (restituzione delle rate di prestiti al Fondo per il Piccolo Credito - FRPC, scadenza del periodo di escussione delle controgaranzie e garanzie del Fondo di riassicurazione-FdR e della Garanzia Equity-GE).

Nei paragrafi successivi si fornisce una informativa più ampia sui progressi compiuti dai singoli SF, mentre per eventuali approfondimenti sulle modalità attuative si rimanda al sito www.farelazio.it (attivato il 10 luglio 2017) che costituisce, peraltro, la principale interfaccia operativa nei confronti degli utenti.

Per quanto riguarda gli SF relativi alle misure per il finanziamento al rischio, con la pubblicazione dell'Avviso pubblico per la selezione del Comitato di Investimento di FARE Venture (BURL n. 41 del 23 maggio 2017) è stato dato avvio alla prima fase di attuazione operativa. Il Comitato è stato selezionato a fine luglio e contrattualizzato a settembre 2017.

In rapida successione è stato pubblicato, quindi, l'Invito a presentare proposte di investimento in veicoli vigilati (BURL n. 50 SO n. 1 del 22 giugno 2017), chiusi il 29 settembre 2017. In esito alla fase di valutazione delle proposte pervenute, sono in fase di conclusione i primi accordi di finanziamento, di cui si fornisce una informativa più ampia nell'apposito paragrafo.

2.1. Fondo Rotativo Piccolo Credito - FRPC

L'avviso è stato pubblicato sul BURL n. 52 del 29 giugno 2017, con apertura il 10 luglio 2017. Oltre alla dotazione POR di complessivi 25 milioni, lo SF è stato dotato di ulteriori 14,4 mil. di dotazione derivante da risorse regionali ed aventi funzioni *overbooking*.

L'esame dei dati di monitoraggio evidenzia una domanda inferiore alle attese da parte delle imprese destinatarie finali, sia pure con evidenti e confortanti segnali circa una soddisfacente entrata a regime (1,8 milioni di erogato al 31/12/2017 per 50 prestiti, 4,8 milioni di erogato al 31/3/2018 per 113 prestiti).

Se in gran parte il minore assorbimento appare imputabile ai tempi richiesti per l'attivazione dello SF, dall'attività di informazione ed orientamento realizzata dal soggetto gestore è emerso che una causa più strutturale del minore interesse rispetto alle attese, è attribuibile alla durata del prestito (36 mesi) che appare incoerente con i tempi di ritorno attesi sugli investimenti oggetto dei prestiti. In questa prima fase, occorre sottolineare, tutte le sezioni del FRPC sono state attivate per supportare piani di investimento delle imprese destinatarie finali. Coerentemente con la rigida previsione della VexA 2014 anche il POR prevede esplicitamente la durata del prestito in 3 anni.

Una causa universalmente riconosciuta del rallentamento degli investimenti produttivi è proprio l'allungamento dei loro tempi di ritorno, insieme a una maggiore incertezza degli stessi per effetto della loro minore prevedibilità dovuta soprattutto alla globalizzazione dell'economia. Nonostante le autorità monetarie abbiano cercato di stimolare il livello subottimale di tali investimenti con una immissione straordinaria ed epocale di provvista al sistema bancario (*quantitative easing*), con un conseguente costo del credito ai minimi storici, tali politiche monetarie non sembrano sortire pienamente gli effetti attesi proprio per effetto di una carenza nell'economia reale di investimenti con un profilo rendimento/rischio adeguato.

L'incoerenza relativa alla esigua durata dei prestiti riguarda tutti gli investimenti produttivi, ma ha effetti particolarmente evidenti nella capacità di assorbimento della sezione dedicata agli investimenti in efficienza energetica (Azione 4.2.1), che è senz'altro quella che dimostra una domanda largamente inferiore rispetto alle attese (ca. 180.000 Euro al 31/3/2018 per 4 prestiti).

Le previsioni del POR hanno indotto a concentrare gli interventi di tale sezione solo sulle PMI insediate nelle aree industriali. L'intervento è risultato così sostanzialmente rivolto al settore manifatturiero, quello più sottoposto alla competizione internazionale, ma che proprio per questo è anche quello dove, a causa degli elevati costi energetici che caratterizzano strutturalmente il nostro Paese, le imprese risultano avere già realizzato gli investimenti in efficienza energetica caratterizzati dai ritorni economici più rapidi.

Si segnala, peraltro, che dopo una prima fase di operatività concentrata sui soli interventi a sostegno degli investimenti, si è già provveduto a fornire tramite lo SF sostegno all'accesso al credito alle imprese target finalizzato anche al rafforzamento delle attività generali di impresa, coerentemente con gli obiettivi dello SF (ad eccezione della sezione corrispondente alla azione 4.2.1 del POR). Ciò si ritiene consentirà una accelerazione ulteriore nell'utilizzo delle risorse, e recuperando gradi di libertà nello stabilire durate diversificate anche in ragione delle finalità dei prestiti, l'AdG verrebbe posta nelle condizioni di orientare meglio la domanda equilibrando anche in modo dinamico le richieste relative alle varie sezioni.

Con l'occasione si evidenzia che si intende meglio definire il requisito di accesso inteso a definire le imprese destinatarie finali rispetto all'attuale previsione della VexA 2016 (§ B.4.2.1) che richiede che queste siano costituite da almeno 36 mesi al momento della presentazione della domanda (e, quindi, abbiano senz'altro almeno due bilanci depositati). Lo scopo del FRPC è infatti soddisfare una parte della domanda di credito che non è sufficientemente servita a causa della scarsa redditività delle piccole linee di credito, ma non per mancanza di storia finanziaria e merito di credito delle imprese (un diverso fallimento di mercato, a cui sono dedicati altri SF). A tal fine appare opportuno declinare le caratteristiche delle imprese destinatarie finali come quelle che hanno almeno due bilanci approvati e depositati al momento della presentazione della domanda, requisito questo sufficiente per definire le imprese che hanno una storia finanziaria in coerenza con lo specifico fallimento di mercato a cui lo SF è dedicato.

2.2. Fondo di Riassicurazione (FdR)

L'avviso è stato pubblicato sul Supplemento n. 2 del BURL n. 57 del 18/07/2017, con apertura delle richieste da parte dei Confidi per il convenzionamento a partire dal 18 settembre 2017.

Anche per tale SF l'esame dei dati di monitoraggio evidenzia una domanda parzialmente inferiore alle attese (0,5 mil. al 31/3/2018), sebbene in parte prevedibile per la relativa complessità del modello di trasmissione dei benefici alle PMI destinatarie finali, con il conseguente rischio di inficiare l'importante effetto moltiplicatore che è il principale valore aggiunto di tale SF.

In questo caso, come emerso dall'attività di avviamento e promozionale realizzata dal soggetto gestore, lo scarso *appeal* dello SF sembra piuttosto imputabile ad una modalità operativa adottata in fase di attuazione.

La VexA 2016 stabiliva infatti che *"il soggetto gestore, in sede di convenzionamento (aperto) dei Confidi, definirà le opportune modalità attuative che consentano di trasferire il beneficio alle imprese destinatarie (riduzione commissioni di garanzia applicate dai Confidi alle Imprese)"* (pg. 38). Nei successivi atti tale previsione è stata articolata in una modalità attuativa che è risultata di complessa applicazione.

A seguito di approfondimenti su posizioni autorevolmente espresse dalla DG *Competition* della Commissione UE, è risultato che tale complessità applicativa non risulta necessaria, in quanto la conformità con la normativa in materia di aiuti di Stato risulta essere garantita dal carattere aperto del convenzionamento con i Confidi e quindi da una effettiva concorrenza tra questi nell'offerta delle condizioni economiche applicate alle imprese destinatarie finali, rendendo sufficiente una modalità operativa di più facile applicazione.

Per aderire meglio alla *ratio* espressa dalla DG *Competition*, tuttavia, appare necessario rimuovere i vincoli per l'adesione dei Confidi al convenzionamento aperto, anche previsti dalla VexA 2016, ove essi risultino potenzialmente in grado di limitare la concorrenza nei confronti delle imprese destinatarie finali.

Ci si attende quindi che lo SF, a seguito dei conseguenti provvedimenti semplificativi in corso di adozione, possa esprimere a pieno le proprie potenzialità.

2.3. Garanzia Equity (GE)

L'avviso è stato pubblicato sul BURL n. 11 del 6 febbraio 2018, con apertura il 28 febbraio 2018.

Il contenuto innovativo dello strumento e la conseguente necessità di declinare in modo puntuale i numerosi aspetti tecnici definiti in linea generale nella VexA e negli atti di gara (caratteristiche dei "soci" che possono essere beneficiari della garanzia, definizione operativa dei "guarantee events", termini e procedure di escussione della garanzia, altro) ha, infatti, richiesto approfondimenti tecnici effettuati con particolare attenzione, con conseguente dilatazione dei tempi per la predisposizione dell'avviso rispetto a quelli necessari per attivare gli altri SF per il credito e le garanzie, per i quali esistevano schemi dettagliati di riferimento.

Lo stato preliminare dell'attuazione non consente ancora di avere dati di monitoraggio utili per valutare eventuali modifiche ai risultati attesi né, tantomeno, ipotizzare eventuali interventi migliorativi.

Per quanto riguarda eventuali impatti sui risultati attesi, appare opportuno segnalare come questi possano essere influenzati da uno "scalino" temporale che caratterizza l'operatività dello strumento.

La GE prevede, infatti, la scadenza della garanzia il 30mo giorno successivo l'approvazione del 5° bilancio di esercizio successivo a quello già approvato al momento della presentazione della domanda. Se gran parte delle garanzie saranno rilasciate a fronte di un bilancio approvato nel 2018 (relativo, nella ampia maggioranza dei casi, all'esercizio coincidente con l'anno solare 2017), queste avranno quindi scadenza prima dell'estate 2023 (quando si approvano i bilanci relativi all'esercizio 2022).

Rimane quindi la possibilità teorica di reimpiegare gli importi accantonati, ma non escussi entro il 2023, tuttavia è chiaro che i tempi per tale reimpiego sono molto stretti e tale incertezza si somma a quelle già messe in luce nella VexA 2016, relative alla difficoltà di stimare l'importo delle escussioni e quindi la dotazione reimpiegabile per un "secondo round", per uno SF che non risulta avere precedenti in Italia e probabilmente nemmeno a livello internazionale.

2.4. SF per il finanziamento al rischio - FARE Venture

La VexA 2017 ha delineato una strategia chiara e flessibile per quanto riguarda gli SF per il capitale di rischio, privilegiando gli interventi destinati a rafforzare (se non a creare) una presenza attiva nel Lazio degli operatori istituzionali specializzati (Veicoli Cofinanziati) e, in modo sussidiario, uno SF con dotazione esclusivamente POR (INNOVA Venture) destinato a coinvestire con il capitale privato in quelle operazioni che non risultassero di interesse dei primi.

Come ampiamente illustrato nel paragrafo 4.5 (Una strategia flessibile) e nel capitolo 7 (Flessibilità) della VexA 2017, l'esigenza di mobilitare i necessari capitali privati richiedeva un confronto con gli operatori teso ad accertarne le potenzialità e le fragilità, considerando che "l'ecosistema nel suo insieme si può considerare a sua volta in fase di early stage".

Si rammenta che le principali decisioni relative sia alla *asset allocation* tra i vari veicoli cofinanziati che quelle relative ai singoli investimenti nelle imprese nell'ambito di INNOVA Venture devono essere assunte da un Comitato di investimenti, composto da esperti indipendenti da Lazio Innova. Tale Comitato deve avere

una notevole autonomia decisionale al fine di assicurare la “gestione secondo una logica commerciale” e l’“orientamento al profitto” richiesto dalla normativa in materia di aiuti di Stato.

La strategia flessibile esposta nella VexA 2017 era quindi anche dovuta, per rispettare l’impianto regolamentare degli aiuti di Stato che per tali SF richiede alle Autorità Pubbliche di non intervenire nella gestione, con dei risultati che quindi dipendono in modo strutturalmente più ampio rispetto ad altre tipologie di intervento pubblico, da decisioni delegate sull’“ultimo miglio” a soggetti di mercato.

L’invito rivolto ai Veicoli Cofinanziati ha registrato ben 16 proposte per quasi 260 milioni di investimento richiesto. Si può affermare che i principali gestori europei indipendenti ed in fase di *fundraising* che prevedono l’Italia fra i paesi *target* principali, hanno manifestato interesse all’iniziativa.

Le principali caratteristiche delle proposte sono:

- 13 proposte provengono da gestori di diritto italiano, le altre 3 proposte provengono da gestori di diritto estero;
- 13 proposte provengono da gestori che hanno un *focus* internazionale, solo 3 da parte di soggetti che hanno un *network* ed un *track record* limitato al Lazio;
- circa l’80% delle proposte hanno un obiettivo di raccolta di almeno 100 milioni (non limitato al Lazio);
- circa il 75% delle proposte provengono da gestori che hanno un solido e comprovato *track record* (40% sono al terzo fondo in gestione, 35% al secondo fondo), a dimostrazione dell’interesse al Lazio da parte di operatori consolidati. Il restante 25% dei gestori sono dei *first-fund time*, dimostrando la validità dell’iniziativa quale stimolo alla creazione di nuovi gestori (l’Italia è agli ultimi posti tra i grandi paesi europei, per numero di gestori attivi);
- la richiesta di un trattamento preferenziale a favore degli investitori privati sui profitti (elemento per attrarre il capitale privato a concentrarsi sul territorio del Lazio e che configura l’intervento quale aiuto di Stato alle imprese destinatarie finali) è relativamente contenuta e concentrata sui rendimenti minimi piuttosto che sugli extra profitti, come invece atteso per effetto della sterilizzazione della *financial performance fee* per i membri del Comitato di Investimento, in caso di profitti superiori a quelli medi registrati su mercati maggiormente sviluppati. Investitori pubblici e privati avranno quindi, anche nella fase di disinvestimento, condizioni molto più vicine al *pari passu* rispetto a quanto inizialmente ipotizzato.

Vista l’eccellente risposta data dal mercato si è quindi deciso di attribuire a tale modalità il massimo delle risorse finanziarie previste, pari a 56 milioni.

In termini di ciclo di vita dell’impresa *target* si rileva tuttavia che:

- il 25% delle proposte proviene da “fondi Series B” dedicati alle imprese in fase di espansione (o “scale-up”), con investimento iniziale singolo a partire dai 7/8 milioni;
- il 44% delle proposte proviene da “fondi Series A”, dedicati alle startup in fase di crescita, con investimento iniziale singolo a partire da 1 milione e fino a 5/6 milioni;
- solo il 31% delle proposte proviene da “fondi Seed”, dedicati all’avviamento iniziale delle startup e alle loro prime fasi di crescita, con investimento iniziale nelle singole imprese talvolta anche limitato a 20.000 Euro e che, soprattutto negli investimenti ulteriori (*follow-on*) può arrivare fino a 1/2 milioni;
- tutti i fondi prevedono di seguire la crescita delle migliori imprese investite con investimenti ulteriori (*follow-on*), anche di maggiore importo rispetto quello iniziale ed anche durante il periodo di disinvestimento (dopo la data di chiusura del POR), a cui dedicano quote rilevanti della raccolta (crescente quanto più il focus è sui primi stadi di sviluppo delle imprese). Le imprese di successo, infatti, consentono migliori possibilità di *exit* se ulteriormente sostenute, contribuendo in misura determinante al rendimento medio del portafoglio. Ciò produce un ulteriore aumento dell’investimento medio anche se in misura difficilmente prevedibile.

Il Comitato ha quindi avviato la selezione dei fondi in cui investire, tenendo ovviamente conto della raccolta dei capitali privati minimi necessari ad avviarli e dei relativi progressi, che attualmente si può così rappresentare:

- una proposta è già stata oggetto di delibera formale il 10 aprile 2018 per 18 milioni: si tratta di un fondo

- di “Series B”, che quindi prevede di fare investimenti in 2/3 imprese;
- tre proposte, ciascuna delle quali ha avanzato una richiesta di 10/12 milioni, sono in fase di negoziazione avanzata: si tratta in tutti e tre i casi di fondi di “Series A” (con possibilità di partecipare a Series B) e che quindi prevedono ciascuno di investire in 3/5 imprese (complessivamente 10/15 imprese);
 - tre ulteriori proposte sono state considerate relativamente valide, ma posticipando l’eventuale avvio della negoziazione all’esito di quelle in corso. Una di queste riguarda un altro fondo di “Series A” e due dei fondi che prevedono sia “Seed/Series A”, comunque diversamente specializzati nelle prime fasi di avviamento di impresa (politica di investimento che, a parità di importo investito da FARE Venture, potrebbe aumentare il numero delle imprese oggetto di investimento e la proporzione delle “nuove imprese” rispetto a quelle già esistenti);
 - altre nove proposte presentano difficoltà a trovare gli investitori privati e quindi anche solo ad avviare l’iter autorizzativo con gli organismi di vigilanza. Due sono state escluse, due sono state ritirate e le cinque proposte rimaste saranno valutate solo se le precedenti non andassero avanti ed ove registrassero progressi nella raccolta di capitali privati (almeno 18 milioni, considerando che l’intervento di FARE Venture è comunque di minoranza e la raccolta minima per un fondo efficiente e per ottenere le autorizzazioni è di almeno 30 milioni). Proprio questo gruppo di proposte riguarda in prevalenza i cd. *first team/first fund*, tra cui quelle presentate dagli attori del territorio, che hanno un taglio più *seed* e *local*.

Le indicazioni concrete del mercato, ed in particolare dei soggetti gestori in grado di raccogliere capitale privato, fanno quindi prevedere un taglio medio degli investimenti più elevato, un numero di imprese investite inferiori e meno investimenti in nuove imprese rispetto a quanto originariamente stimato nella VexA 2017, che si basava su dati storici di mercato e sugli esiti di un primo *market testing* con gli operatori e gli *stakeholders*, a cui avevano risposto soprattutto gli attori presenti sul territorio.

L’interesse dei fondi Series A e B è un fatto nuovo per l’Italia e va comunque valutato nei suoi aspetti positivi.

Gli stessi operatori specializzati nel *seed capital* più presenti nel territorio (non tanto i fondi, quanto i *business angels*, le società di investimento collegate agli acceleratori, ecc.) ne lamentavano, infatti, la carenza per realizzare successivi round di investimento superiori alle loro possibilità finanziarie (o quelle comunque compatibili con una corretta politica di diversificazione del rischio) e per una sana competizione per le loro *exit*, la cui mancanza non consentiva di riconoscere il giusto valore alle imprese ed agli investitori iniziali. Veniva inoltre messo in luce come tale carenza di operatori italiani, specializzati in interventi di maggiore importo, spesso portava le imprese più promettenti ad “emigrare” presso paesi con una offerta di investitori più completa (soprattutto UK e USA), il che comportava perdere l’impatto economico, fiscale, occupazionale e tecnologico di tali imprese sul territorio, proprio quando questo inizia a farsi consistente.

L’avvio operativo di INNOVA Venture è stato ovviamente postergato rispetto a quello dei veicoli cofinanziati, in quanto la sua operatività “sussidiaria” era previsto essere funzione dello spazio che il mercato ha dimostrato di sapere occupare nell’ambito della procedura competitiva, la cui conclusione è stata quindi ritenuta necessaria per evitare che INNOVA Venture potesse spiazzare i veicoli cofinanziati. Tuttavia tale carattere complementare di INNOVA Venture non può essere eccessivamente stressato, ad esempio connotandolo come un fondo esclusivamente *seed*, anche perché determinate caratteristiche erano state doverosamente già prospettate nella procedura di selezione del Comitato di Investimento.

Si deve infatti tenere in debito conto che la selezione del Comitato di Investimento è avvenuta anche sulla base della strategia di *asset allocation* proposta dai *team* candidati, e che quella del *team* selezionato prevede, per quanto riguarda INNOVA Venture, un totale di 18 investimenti in 13 imprese così suddivisi: 9 investimenti “Seed”, 3 “Series A” e uno “Series B” oltre ai relativi *follow-on*.

Tali evidenze emerse dalla fase di confronto con il mercato, modificano i risultati attesi oggetto delle stime contenute nella VexA 2017 e possono indurre a sviluppare meglio l’articolazione degli SF dedicati al capitale di rischio del POR e il più complessivo quadro di sostegno della politica regionale alle startup e al relativo ecosistema locale (si veda il capitolo 5).

3. Il contributo degli SF all'attuazione degli obiettivi del POR FESR 2014-2020

Sebbene il percorso di attuazione qui esposto non muta la strategia delineata nelle VexA né incide sulle modalità generali di funzionamento degli SF attivati con il POR FESR 2014-2020, ha invece un certo rilievo per quanto riguarda i risultati attesi, sensibili in modo particolare nel caso degli SF, per effetto del loro carattere rotativo, alle tempistiche ed alle altre ipotesi (durata, taglio medio, ecc.) che ne determinano la stima e da cui né dipende l'attendibilità.

Qui nel seguito sono rappresentati tali effetti per ciascuno degli SF, con una nuova quantificazione dei risultati attesi per quanto riguarda gli SF per il finanziamento al rischio dove la divergenza rispetto alle ipotesi iniziali ha una direzione precisa ed un impatto più ampio.

3.1. Fondo Rotativo Piccolo Credito - FRPC

Le assunzioni su cui si basavano le stime relative ai risultati attesi, sviluppate nella Tabella 12 della VexA 2016, presentano le seguenti variazioni:

1. la dotazione iniziale è stata incrementata da 24 milioni a 38,4 milioni per effetto di 14,4 milioni di risorse finanziarie provenienti dal bilancio regionale ed aventi potenziali funzioni di *overbooking*;
2. l'avviamento dell'operatività è avvenuto sostanzialmente nel settembre del 2017 invece che nel novembre 2016, per effetto della complessità della procedura di gara europea per la selezione del soggetto gestore, e le erogazioni stanno avvenendo più gradualmente nel corso del tempo rispetto a quanto inizialmente previsto;
3. la sezione finanziata con l'azione 4.2.1, dedicata a sostenere gli investimenti per l'efficienza energetica, risulta di scarso interesse per le imprese destinatarie finali, come attualmente definite, e rischia di essere ampiamente sottoutilizzata.

I risultati attesi complessivamente raggiungibili con il FRPC, pari a circa 2.100 imprese destinatarie finali e 48,1 milioni di credito erogato nelle previsioni iniziali, anche se ottenuti più gradualmente nel tempo, appaiono complessivamente mantenibili per effetto della possibilità di utilizzare il potenziale rappresentato dall'incremento della dotazione mediante tutta o parte dei 14,4 milioni di risorse *overbooking*.

Tuttavia la sezione dedicata all'azione 4.2.1 non contribuirebbe a concorrere in misura significativa agli obiettivi dell'Asse 4 del POR (tra cui quelli specifici stimati nella VexA 2016 in una riduzione dei consumi energetici di 1.100 TEP/anno e in minori emissioni per 2.750 tCO₂/anno) anche in termini di spesa ammissibile e, comunque, si profilano diversi assorbimenti nelle varie sezioni in cui si articola il FRPC. Come già annunciato nello specifico paragrafo dedicato ai progressi compiuti nell'attuazione, appaiono raccomandabili tre provvedimenti:

1. eliminare, anche dalle specifiche previsioni POR, la previsione di una durata dei prestiti di 36 mesi. Ciò consentirà allo SF di meglio adattare il periodo di ammortamento alle finalità del prestito soprattutto in caso di investimenti, differenziando meglio l'offerta e rendendo così appetibili i prestiti in tutte le diverse declinazioni (sezioni). Da tale modifica si attende una accelerazione nella erogazione dell'intera dotazione finanziaria, anche contribuendo ad una migliore performance, non tuttavia decisiva, della sezione dedicata all'azione 4.2.1;
2. estendere l'operatività della sezione dedicata agli investimenti in efficienza energetica (Azione 4.2.1) a tutte le PMI, comprendendo quelle maggiormente dipendenti dalla domanda interna che hanno presumibilmente maggiori margini di efficientamento energetico nei loro processi produttivi e di erogazione dei servizi. In mancanza si raccomanda di valutare un definanziamento della Sezione del FRPC dedicata, per attivare rapidamente misure alternative;
3. meglio definire il requisito di accesso per le imprese target in maggiore coerenza con lo specifico fallimento di mercato a cui è destinato lo SF, continuando a riservare lo strumento alle imprese con una storia finanziaria, ma declinando tale qualità con il possesso di due bilanci approvati e depositati al momento

della presentazione della domanda. Tale modifica non ha impatti significativi sulle previsioni ed appare piuttosto doverosa per motivi di imparzialità, equità e coerenza programmatica.

L'allungamento della durata insieme alle altre modifiche sopra indicate avranno auspicabilmente un impatto positivo in termini di accesso allo SF, che si ritiene risulterà, per effetto di tali aggiustamenti, meglio focalizzato rispetto al fallimento di mercato cui è rivolto.

Se, come già osservato, l'allungamento della durata incide sul tasso di rotazione temporale della dotazione finanziaria dello SF e quindi sul numero delle imprese e sul totale erogato, il potenziale incremento della dotazione per effetto delle risorse aggiuntive regionali con funzioni di *overbooking* appare comunque in grado di potere compensare tali fenomeni.

3.2. Fondo di Riassicurazione - FdR

Rispetto ai risultati attesi declinati nella Tabella 13 della VexA 2016 che prevedevano circa 900 imprese destinatarie finali e 119,2 milioni di credito erogato, occorre scontare soprattutto il più lento avvio dell'operatività che, tuttavia, grazie agli accorgimenti operativi già esposti nell'apposito paragrafo del capitolo "Progressi compiuti", si ritiene siano in corso di superamento.

Se è lecito ritenere che il più complesso avvio dello SF abbia una incidenza negativa sui risultati attesi, tuttavia appare prematuro rivedere le stime in quanto l'ampio *range* previsto per quanto riguarda gli importi dei prestiti e la loro durata, costituiscono ancora delle variabili incognite in quanto rimesse alla domanda, e per riformulare delle stime sensibilmente più affidabili rispetto quelle già esposte nella VexA 2016 occorrerebbe disporre di dati statistici più significativi.

3.3. Garanzia Equity - GE

I risultati attesi declinati nella Tabella 14 della VexA 2016 prevedevano circa 300 imprese destinatarie finali, 11,25 milioni di garanzie attivate e 22,5 milioni di risorse private mobilitate.

Appare prematuro aggiornare le previsioni in maniera affidabile. Si è già fatto cenno di come appare difficile, in questa fase di avviamento dello SF, sia confermare che eventualmente aggiornare il "numero di rotazioni del Fondo nell'arco della programmazione", che è stato comunque ipotizzato in 1,4; un effetto rotativo che appariva allora prudente ed oggi si può considerare ancora raggiungibile. Le previsioni potrebbero essere anche sensibilmente influenzate da un diverso taglio medio della garanzia, stimata inizialmente in 37.500 Euro (per un aumento di capitale medio di 70.000 Euro), un valore che si situa nella parte bassa della forchetta prevista per l'ammontare della garanzia (minimo 25.000 Euro e massimo 200.000 Euro) e che, pertanto, potrebbe essere confermato o meno dai dati di monitoraggio.

3.4. FARE Venture

Rispetto agli "indicatori" riportati nelle apposite tabelle del capitolo 6 della VexA 2017, che prevedevano a fine 2023 di raggiungere 150 imprese destinatarie finali (di cui oltre la metà nuove imprese), 57,6 milioni di investimento pubblico al 2023 e 96,2 milioni di investimento totale al 2023 (per effetto di 38,6 milioni di risorse private mobilitate), le ipotesi su cui si basavano le stime ivi sviluppate, presentano le seguenti variazioni:

1. si è aggiornata l'allocazione iniziale in 56 milioni nei veicoli cofinanziati (in precedenza 45 milioni, di cui 5 di *overbooking*) ed in 24 mil. in INNOVA Venture (in precedenza 40 milioni). Ciò è in linea con la preferenza riservata nella VexA 2017 alla prima modalità, a causa del suo carattere più strutturale e meno distorsivo della concorrenza, laddove, come in effetti verificatosi, confortata da una idonea adesione degli operatori di mercato;
2. si è rivisto il taglio medio degli investimenti realizzati entro il 2023 dai Veicoli Cofinanziati con una media di 7,5 milioni per la Series B (18 mil. allocati), 1,5 milioni per la Series A (ipotesi 30 milioni allocati) e di 250.000 € per la Series A (ipotesi 8 milioni allocati), sempre intendendo per importo dell'investimento sia la quota pubblica (60%) che privata (40%);

3. si è rivisto il rapporto di investimenti in nuove imprese sul totale degli investimenti, nullo per i fondi Series B, molto marginale per i fondi di Series A (< 10%), e più consistente per i fondi Seed (tutti gli investimenti iniziali ma il 60% considerando anche i *follow-on*);
4. si è rivisto l'ammontare del *commitment* richiamato al 2023 rispetto al sottoscritto, pari al 90% per Veicoli cofinanziati di Series B, al 69% per quelli di Series A e al 66% per quelli Seed. Come anticipato ciò riflette l'uso, più marcato per i veicoli più dedicati allo startup ed alle prime fasi di sviluppo delle imprese, di riservare una quota rilevante del *commitment* per i *follow-on* da realizzare sulle società già entrate in portafoglio successivamente all'*investment period*, per mediare la maggiore rischiosità strutturale dei loro investimenti iniziali;
5. si è rivisto il numero di investimenti in nuove imprese (9 su 14/15 investimenti) di INNOVA Venture, confermando il taglio medio degli investimenti in 1,4 mil. (solo quota pubblica);
6. si è esclusa la possibilità di considerare come spesa ammissibile alla chiusura l'importo che poteva essere versato nell'*escrow account* per investimenti ulteriori ai sensi dell'art. 42 (3) del reg. (UE) 1303/2013, parziale rimedio previsto dalla regolamentazione dei Fondi SIE per adeguarsi all'uso di mercato di riservare una quota dei capitali raccolti per investimenti di *follow on*. Tale facoltà, comunque limitata al 20% di quanto investito nelle imprese entro il 2023, è infatti consentita a condizione che gli investimenti dello SF entro il 2023 raggiungano almeno il 55% dell'importo sottoscritto e ove gli accordi di finanziamento fossero stati sottoscritti entro il 2017.

Appare utile precisare che le nuove previsioni, per quanto si basino su una approfondita conoscenza del settore e delle politiche di investimento dei fondi in esame, sono comunque frutto di ipotesi che possono essere poi smentite, in quanto è caratteristica del mercato che i gestori abbiano notevoli gradi di libertà al fine di potere incrociare al meglio le loro politiche con le imprevedibili opportunità di investimento offerte dal mercato. Il grado di affidabilità delle previsioni deve anche tenere conto dello scarso spessore statistico dei numeri in questione, per cui è sufficiente modificare le caratteristiche anche di pochi investimenti per avere significativi effetti sulle proporzioni totali.

Indicatori (importi in milioni di euro)		2018	2021	2023
Numero di imprese investite	Totale	8	47	60
	- Veicoli Cofinan.	6	35	46
	- Innova Venture	2	12	14
Numero nuove imprese investite	Totale	3	25	27
	- Veicoli Cofinan.	2	16	18
	- Innova Venture	1	9	9
Investimento totale cumulato	Totale	12,5	64,9	90,8
	- Veicoli Cofinan.	11,8	41,7	57,5
	- Innova Venture	0,7	23,2	33,3
Investimento pubblico cumulato	Totale	7,8	38,9	54,5
	- Veicoli Cofinan.	7,1	25,0	34,5
	- Innova Venture	0,7	13,9	20,0
Investimento privato cumulato	Totale	4,7	25,9	36,3
Costo del personale incrementale	Totale	-	7,7	18,1

Per quanto riguarda le previsioni di spesa, si stima che la spesa ammissibile prodotta dai veicoli cofinanziati entro il 2023 ammonti a 43,2 milioni sui 56 milioni di *commitment* totale. Si tratta dell'effetto dovuto dall'uso di mercato di riservare una quota dei capitali raccolti per investimenti di *follow on* di cui si è ampiamente argomentato al § 3.3 ("esperienze di cofinanziamento: il diverso orizzonte temporale dei fondi SIE rispetto al

mercato”) della VexA 2017. Va quindi debitamente segnalato che successivamente al 2023 si stima siano effettuati altri 12 investimenti con un ulteriore investimento totale di 10 milioni (portando a superare i 100 milioni di investimenti cumulati per il complesso degli SF per il finanziamento al rischio, compresi quelli di INNOVA Venture).

La riduzione dei risultati attesi relativi agli SF per il finanziamento al rischio è chiaramente significativa in termini di numerosità delle imprese oggetto di investimento e in particolare modo per quanto riguarda il numero delle nuove imprese, piuttosto che in termini di importi investiti e di capitale privato mobilitato, la cui riduzione è sostanzialmente dovuta al minore peso di INNOVA Venture che, a differenza dei veicoli cofinanziati, ha l’obbligo di spendere l’intera dotazione entro il 2023.

Come anticipato ciò riflette la maggiore propensione del capitale privato e dei gestori professionali verso fondi dedicati ad investimenti in imprese meno nelle fasi iniziali e, quindi, con investimenti di taglio medio maggiore rispetto a quanto preventivato, lasciando agli investitori informali (*business angel*, acceleratori, corporate venture, piccoli *family office* e, ci si attende, *equity crowdfunding*) il più rischioso e dispendioso (anche in termini di impegno lavorativo) investimento in *seed capital*, ed è pertanto un effetto che risulta difficilmente influenzabile dal decisore pubblico.

Peraltro la maggiore concentrazione degli investimenti per lo *scale up* (o capitale di espansione), piuttosto che per lo *start up* (o capitale di avviamento), potrebbe portare a dei migliori risultati di interesse pubblico, anche se non misurati dagli indicatori scelti per le azioni di riferimento POR, in termini di impatto occupazionale, esportazioni (o comunque fatturato di origine estera), brevetti depositati, accesso al credito ed effettiva crescita del fatturato e del valore aggiunto che normalmente caratterizza maggiormente il capitale di espansione.

Per tale motivo l’indicatore relativo alla occupazione creata non è stato riformulato, anche in presenza di un numero di imprese investite.

Pertanto il contributo degli SF per il capitale di rischio ai risultati¹ delle pertinenti azioni POR, è:

Asse / Obiettivo Tematico	Priorità ed Azione	Importo	Indicatori	SF 2018	SF 2023
3. Competitività	Priorità d) Azione 3.6.4 Contributo allo sviluppo del mercato dei fondi di capitale di rischio per lo startup d’impresa nelle fasi pre-seed, seed, e early stage - Venture Capital	38,4 milioni di euro	N. di imprese che ricevono un sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni – CO03	4	31,5
			Investimento privato combinato al sostegno pubblico alle imprese (non sovvenzioni) - CO07	3,3 milioni di euro	15,8 milioni di euro
	Priorità a) Azione 3.5.1.b Strumenti per le startup innovative e creative	29,6 milioni di euro	N. di imprese che ricevono un sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni – CO03	3	21,5
			Investimento privato combinato al sostegno pubblico alle imprese (non sovvenzioni) - CO07	1,5 milioni di euro	13,9 milioni di euro
			N. di nuove imprese che ricevono un sostegno - CO05	1	10
	1. Ricerca ed Innovazione	Priorità b) Azione 1.4.1.b	12 milioni di euro	N. di imprese che ricevono un sostegno finanziario diverso dalle sovvenzioni – CO03	1

¹ I risultati sono attribuiti alle azioni, in proporzione alla loro partecipazione finanziaria e, quindi, per quanto riguarda INNOVA Venture al 50% all’azione 1.4.1 ed al 50% all’azione 3.5.1 e per quanto riguarda i Veicoli Cofinanziati al 31% all’azione 3.5.1 ed al 69% all’azione 3.6.4.

Sostegno alla creazione e al consolidamento di startup innovative ad alta intensità di applicazione di conoscenza e alle iniziative di spin-off della ricerca in ambiti in linea con la S3	Investimento privato combinato al sostegno pubblico alle imprese (non sovvenzioni) - CO07	0,2 milioni di euro	6,7 milioni di euro
	N. di nuove imprese che ricevono un sostegno - CO05	0,5	4,5
	Crescita dell'occupazione nelle imprese che ricevono un sostegno - CO08	-	83

4. FCG – garanzie di portafoglio

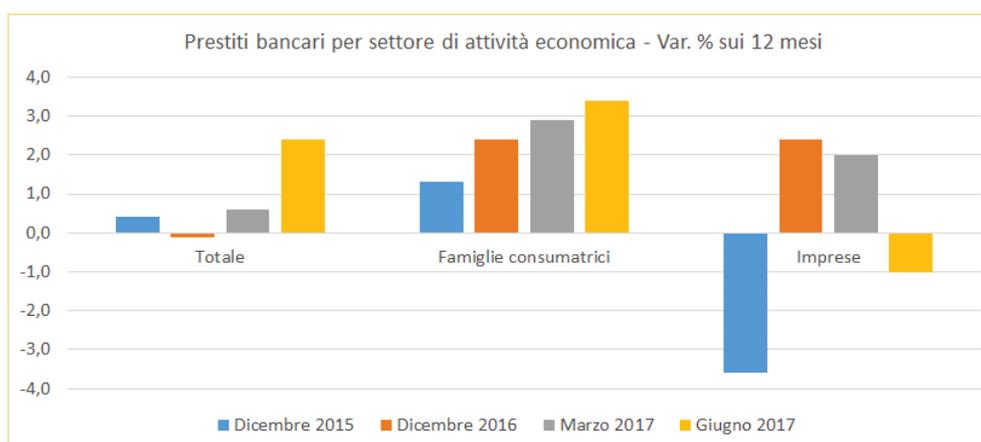
Nella VexA 2014 e nella VexA 2016 (cap. A. scopo del documento) ci si riservava di valutare le possibili forme di sinergia con il FCG prospettate nell'azione 3.6.I del POR, alla luce delle concrete opportunità derivanti dall'evoluzione operativa del sistema nazionale delle garanzie, anche nell'ottica di una maggiore complementarità e integrazione con l'operatività dei fondi regionali (con conseguente estensione a questi ultimi della "ponderazione zero" sull'assorbimento di capitale delle banche, altrimenti riservata alle sole garanzie statali).

Anche per il procrastinarsi della attesa riforma sull'operatività diretta (garanzie e controgaranzie) ora attesa per inizio 2019 (in luogo che per il secondo semestre 2018), che consentirebbe a fronte di una riduzione della percentuale di garanzia dello Stato (oggi la massima consentita dalla normativa sugli aiuti di Stato) di sviluppare una politica attiva regionale, l'interlocuzione con il Ministero dello Sviluppo Economico si è concentrata sulla modalità di sostegno offerta dalle garanzie di portafoglio (cd. *tranché cover*), dove tale complementarità tra intervento statale e regionale è già possibile, puntualmente disciplinato (Decreto MISE e MEF 24 aprile 2013 e modificazioni migliorative introdotte con i Decreto 17 novembre 2017) e già sperimentato da altre Regioni anche nel quadro della programmazione SIE.

4.1. Gap analysis - art. 37 (2) (a) Reg. (UE) 1303/2013

Già la VexA 2014 si soffermava sulla carenza dell'offerta di credito, in specie per le PMI e per le imprese artigiane, dovute al "*flight to the quality*" (concentrazione sulle imprese migliori) determinata dalla crisi finanziaria del 2008 e dalla conseguente accentuata vigilanza sugli attivi bancari (cd. "*comprehensive assessment*"). La VexA 2016 nel prendere atto di un generale miglioramento dell'offerta di credito, confermava come questa era prevalentemente trainata dai mutui ed dal credito al consumo. Per quanto riguardava l'andamento stagnante dei prestiti alle imprese si confermava la concentrazione sulle imprese migliori (in particolare di dimensioni maggiori ed esportatrici).

Anche i dati più recenti ed a livello regionale confermano tali analisi. Guardando al biennio 2015-2017², si evidenzia una graduale ripresa degli impieghi (+2,4% nel giugno 2017 rispetto all'anno precedente) che, tuttavia, è ancora trainata dal credito al consumo (+3,4% gli impieghi delle famiglie consumatrici) e che riguarda solo a tratti il sistema produttivo (-1% gli impieghi alle imprese nel giugno 2017).

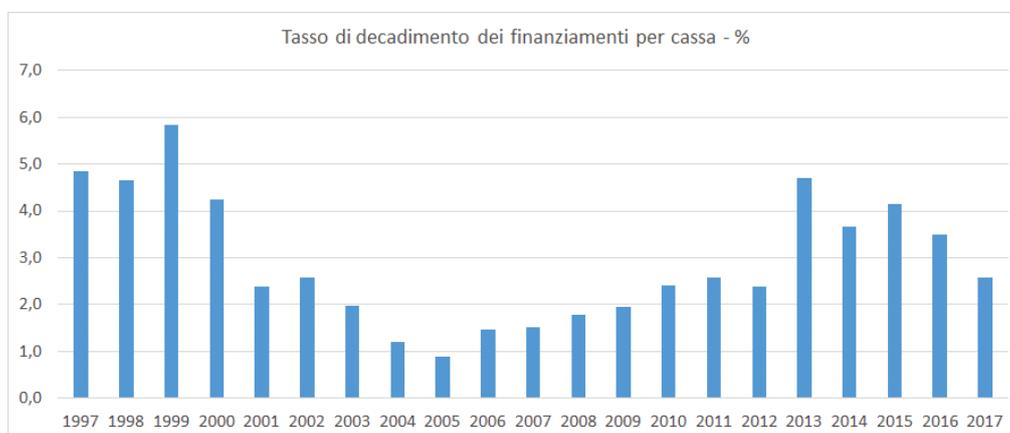


Come noto la BCE, come anche le altre banche centrali, ha tentato di contrastare gli effetti restrittivi sull'economia reale del *credit crunch*, tramite una iniezione di liquidità straordinaria nel sistema bancario (il cd. *quantitative easing*) che tuttavia tarda a trasmettere gli auspicati effetti in termini di ripresa degli investimenti e quindi di crescita diffusa, vuoi per le incertezze che continuano a caratterizzare la ripresa economica, vuoi per il non ancora completo smaltimento dei *non performance loans* accumulati negli anni della crisi, vuoi infine

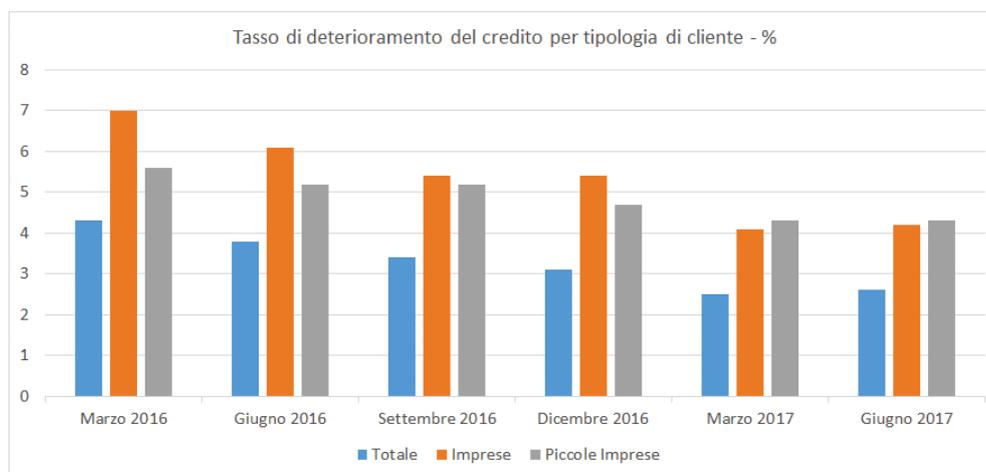
² Banca d'Italia – Economie regionali – L'economia del Lazio (aggiornamento congiunturale) – Novembre 2017

per la scarsa redditività che l'attività creditizia continua a presentare, soprattutto per le imprese con *rating* più rischiosi, rispetto agli usi alternativi dello (scarso) capitale proprio delle banche commerciali.

Eppure il rischio del credito è andato progressivamente riducendosi negli ultimi anni, come testimoniato anche dall'analisi annuale del fenomeno: a fine 2017³, infatti, il tasso di decadimento dei finanziamenti per cassa⁴ è sceso al 2,6% dal 3,5% del 2016 e dal 4,7% del 2013, valore massimo raggiunto nell'ultimo decennio.



Tanto più che il processo virtuoso non ha riguardato solo l'insieme del sistema produttivo ma si riscontra anche tra le piccole imprese, pur se con una dinamica meno accentuata: in particolare, a giugno 2017⁵ il tasso di deterioramento del credito⁶ per l'economia nel suo insieme è pari al 2,6% (3,8% a giugno 2016) e sale al 4,2% per le imprese (6,1% a giugno 2016) e al 4,3% per le piccole imprese (5,2% a giugno 2016).



Se grazie al *quantitative easing* i tassi di interesse rimangono straordinariamente bassi, a beneficiarne rimangono comunque le imprese migliori in termini di merito del credito, le stesse per le quali il fenomeno del razionamento del credito appare ormai sostanzialmente ridimensionato.

³ Istat – Indicatori per le politiche di sviluppo 2014-2020 – Aggiornamento di Aprile 2018 – Fonte: Banca d'Italia.

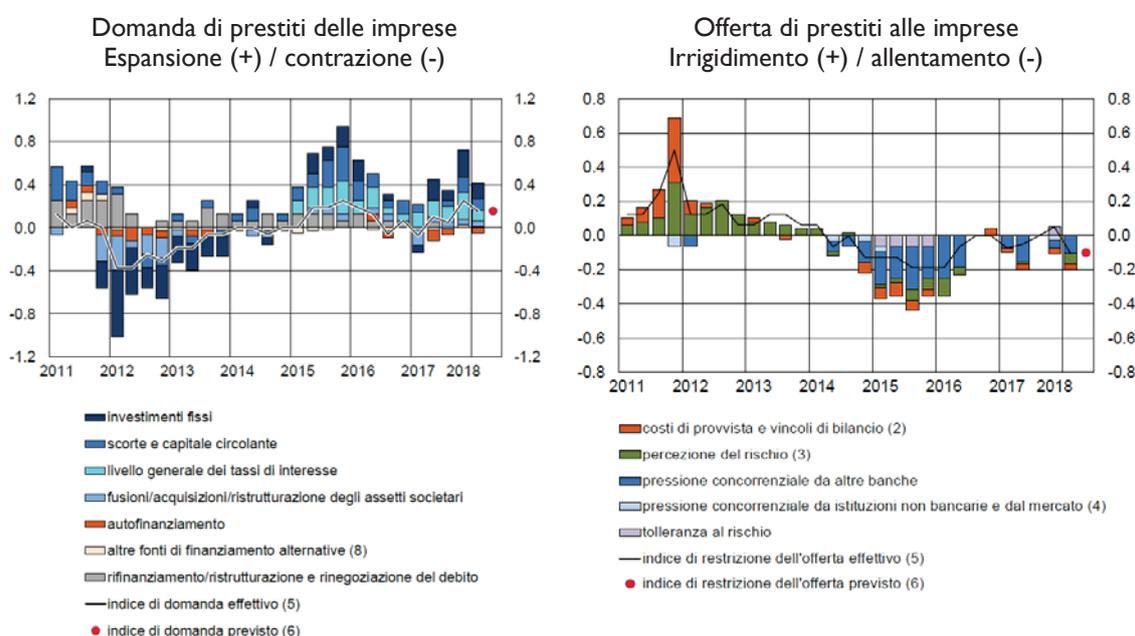
⁴ Occorre ricordare che il tasso di decadimento dei finanziamenti per cassa è un indicatore costruito dalla Banca d'Italia come il rapporto tra i crediti che nel trimestre sono entrati in sofferenza e gli impieghi che nel trimestre precedente non erano in sofferenza (impieghi al netto delle sofferenze rettificata). Questo tasso si presta, quindi, in modo particolare ad esprimere delle indicazioni sul rischio che gli impieghi di oggi si trasformino, entro tre mesi, in sofferenze.

⁵ Banca d'Italia – Economie regionali – L'economia del Lazio (aggiornamento congiunturale) – Novembre 2017.

⁶ Flusso dei nuovi prestiti deteriorati sul totale dei crediti *in bonis*.

Per le imprese “meno migliori” rimane il problema dello stesso accesso al credito e, comunque, per quelle intermedie un problema di costo del denaro che sia pure nominalmente ed in termini storici non appare elevato, ma rimane tale da scoraggiare tali imprese da intraprendere politiche espansive. Come si è detto la politica monetaria espansiva mostra i suoi limiti per effetto di una carenza nell’economia reale di investimenti ed iniziative redditizie o che comunque presentano un profilo rendimento/rischio ritenuto accettabile, se non dal sistema bancario, dagli stessi imprenditori.

Sarebbe quindi opportuno un “qualitative easing”, che generi una offerta di credito nel segmento più razionato delle imprese “meno migliori” tanto più in un momento come l’attuale in cui sarebbe opportuna una mirata politica di espansione del credito capace di creare un circolo virtuoso che accompagni una ripresa più inclusiva e perciò robusta. Due figure tratte dall’ultima “Indagine sul credito bancario nell’area dell’euro, principali risultati per le banche italiane, 1° trimestre del 2018 e prospettive per il 2° trimestre del 2018” (cd. “Bank Lending Survey” o “BLS”), rappresentano con immediatezza il ritardo⁷ con cui le banche allentano l’offerta di credito in corrispondenza di un aumento della domanda.



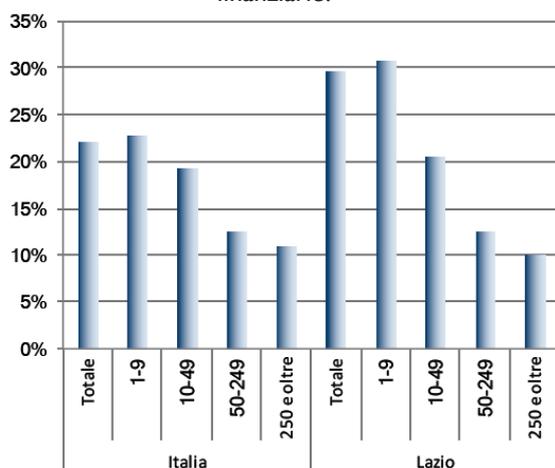
E’ senz’altro doveroso per un sistema che deve anzitutto tutelare il risparmio, “rimanere un passo indietro” rispetto la richiesta proveniente dall’economia reale, soprattutto in una fase di ripresa iniziale ed ancora timida ed incerta.

E’ difficile stimare la domanda di credito inevasa per effetto del razionamento del credito per le imprese “meno migliori”, a causa della opacità con cui le banche gestiscono i rifiuti di offerta del credito e a maggior ragione la classificazione in termini di rating delle controparti oggetto di rifiuto. Ancora più difficile è stimare quanto credito su questo specifico segmento sarebbe opportuno generare tramite l’intervento pubblico per accompagnare l’incerta ripresa del ciclo economico.

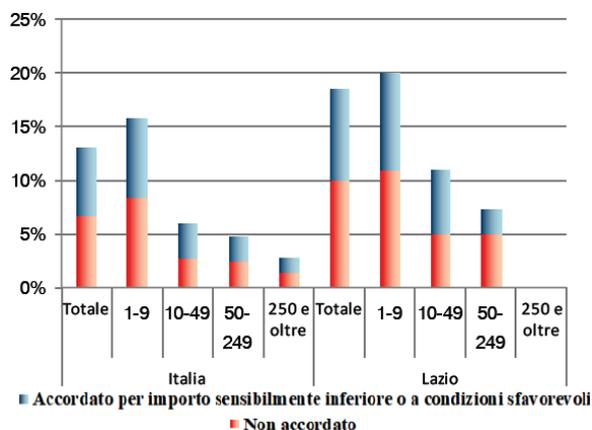
Nonostante la diffusa consapevolezza, in special modo tra le associazioni che rappresentano le PMI e le imprese artigiane, che su tale fascia di credito ci sia una offerta notevolmente subottimale da parte delle banche commerciali, esistono scarse referenze scientifiche sulla sua quantificazione. Tra queste si segnala una stima del razionamento relativo agli investimenti che conferma come questo sia più accentuato nel Lazio rispetto all’Italia e maggiore per le imprese di minori dimensioni (Indagine MET 2017, www.met-economia.it).

⁷ La rappresentazione sarebbe probabilmente più efficace invertendo uno dei due grafici, armonizzando i valori dell’asse y e sovrapponendo quindi l’indice di domanda effettivo con l’indice di restrizione dell’offerta effettivo.

Ci sono dei programmi di investimento economicamente vantaggiosi che l'impresa non ha potuto avviare per mancanza di risorse finanziarie?



Qual è stata la risposta della banca alle richieste di prestito delle imprese (biennio 2016-17)?



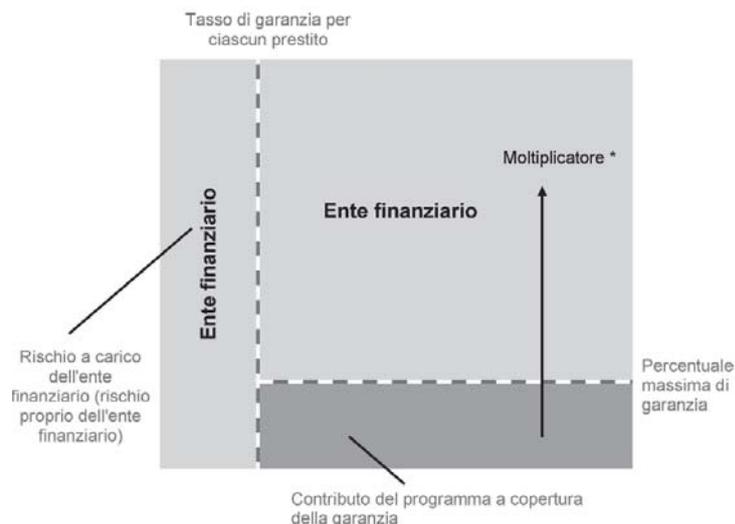
Considerando che gli investimenti in beni materiali annui delle PMI Laziali possono essere stimati in circa 4,8 miliardi⁸, l'investimento subottimale può essere stimato in 480 milioni di Euro utilizzando un indice di razionamento del credito del 10%. Tale stima appare più che prudente sia perché tale 10% è inferiore rispetto quanto risulta dai summenzionati dati dell'indagine MET 2017 sia perché non considera la domanda inesa di credito per finalità di rafforzamento generale delle attività di impresa diverse dagli investimenti materiali (presumibilmente, quest'ultima, una componente minore e quella maggiormente soddisfatta per sua natura dalle banche). In ogni caso rispetto il credito attivabile (dell'ordine di grandezza di 100 milioni) con le risorse per ora disponibili sull'azione 3.6.1 del POR (5 mil.), o comunque potenzialmente attivabili (10 mil.), la domanda potenziale relativa al *gap* individuato appare più che sufficiente.

Appare piuttosto rilevante mettere in luce come l'operatività sulle garanzie di portafoglio del FCG costituisca una opportunità eccezionale per raggiungere dei risultati che sotto il profilo quantitativo sarebbero altrimenti difficilmente raggiungibili (sulla base del relativamente modesto contributo POR attivabile), ma che soprattutto consente di indirizzare l'intervento pubblico sulle imprese "meno migliori" e quindi conferire a tale intervento quel carattere di "qualitative easing" che forme tecniche alternative non risultano ancora in grado di assicurare.

4.2. Modalità di attuazione - art. 37 (2) (e - parte) Reg. (UE) 1303/2013

Prima di procedere con gli argomenti nell'ordine suggerito dall'art. 37 (2) del Reg. (UE) 1303/2013 appare utile descrivere brevemente le caratteristiche fondamentali della garanzia di portafoglio che sono sostanzialmente quelle previste per lo SF *off the shelf* "garanzia limitata di portafoglio" di cui all'allegato III del Reg. di esecuzione (UE) 964/2014, di cui si riporta l'illustrazione grafica.

⁸ Gli ultimi dati ISTAT disponibili, relativi al 2015, stimano in 18,2 miliardi di euro gli investimenti in beni materiali delle imprese del Lazio ma non riportano il valore di quelli imputabili alle PMI (imprese con meno di 250 addetti), rilevato invece a livello nazionale e la cui incidenza sul totale è stata utilizzata per tale stima a livello regionale.



Lo schema prevede un tasso di garanzia per ciascun prestito originato da una banca ed inserito nel portafoglio, tasso che di norma è fissato nel 80%, in quanto percentuale massima prevista dalla normativa sugli aiuti di Stato con riferimento ai regimi di aiuto da attuare mediante le garanzie. Ne consegue che almeno il 20% del rischio di ciascun prestito deve rimanere a carico della banca *originator* (come sintetizzato dalla ripartizione verticale nella illustrazione grafica).

Il maggiore effetto moltiplicatore della garanzia pubblica che tale schema contiene (altrimenti limitato a 100/80

ovvero a 1,25) è dato dal fatto di limitare entro una percentuale massima la garanzia pubblica rispetto il totale del portafoglio, come sintetizzato graficamente dalla ripartizione orizzontale nella illustrazione. Tale percentuale viene anche definita garanzia sulla prima perdita di portafoglio o, mutuando il gergo delle cartolarizzazioni, “*tranche junior*”. E’ questa percentuale che determina il moltiplicatore dello SF (il rapporto tra i prestiti erogati ai destinatari finali facenti parte del portafoglio garantito e le risorse pubbliche impiegate).

Se è chiaro che il moltiplicatore cresce al ridursi della percentuale massima di garanzia pubblica (lo “spessore” della *tranche junior*), occorre anche tenere conto che la banca che origina i prestiti tenderà a ridurre di conseguenza la rischiosità media del portafoglio (misurata in termini di Probability of Default – “PD”).

La recente riforma dell’operatività del FCG sulle garanzie di portafoglio rende particolarmente interessante tale strumento in quanto in caso di cofinanziamento tra Regione e Stato, le risorse statali contribuiscono alla copertura della *tranche junior* nella misura del 8%, che esprime una rischiosità media del portafoglio di prestiti in termini di PD, non troppo diversa da quella comunque ritenuta accettabile dalle banche commerciali.

Le risorse regionali (contributo POR in questo caso), consentono così di alzare il livello di copertura (o spessore) della *tranche junior*, concentrando pertanto il loro effetto su un innalzamento del PD medio di portafoglio, con un effetto leva sulle risorse statali e partendo dal PD “neutrale” che queste assicurano. Grazie a questa opportunità le risorse regionali del POR contribuiscono in modo determinante all’accesso al credito di imprese “meno migliori”, ovvero le imprese comunque bancabili (in quanto almeno il 20% anche del rischio di prima perdita deve comunque rimanere a carico della banca *originator*) ma il cui *rating* non sarebbe altrimenti ritenuto accettabile dalla banca in assenza di garanzia pubblica.

Rimane poi evidente che a causa dell’effetto leva rappresentato dalle risorse statali, l’effetto moltiplicatore del solo contributo POR utilizzato come risorse aggiuntive regionali rimane notevolmente maggiore rispetto altri SF che non sfruttano questa opportunità di collaborazione, anche alzando sensibilmente il livello di copertura della *tranche junior*.

Si consideri che le altre Regioni si sono assestate su una copertura aggiuntiva del 4%, portando pertanto lo spessore della *tranche junior* al 12%, con un effetto moltiplicatore delle risorse regionali pari a 25 (con 4 mil. di contributo POR si ottengono 8 mil. statali e si sviluppa un portafoglio complessivo di 100 mil. di Euro).

4.3. Valore aggiunto - art. 37 (2) (b) Reg. (UE) 1303/2013

Se come è stato anticipato si può ritenere corretto che il sistema bancario “rimanga un passo indietro” rispetto i segnali di miglioramento del ciclo economico, non è certo dal sistema del credito, quindi, che si può attendere un effetto propulsivo sull’economia reale che invece può (e probabilmente deve) provenire da un

sostegno pubblico ben mirato ad incoraggiare le banche ad anticipare con più decisione l'auspicata inversione del ciclo verso una ripresa più marcata e inclusiva.

Come è noto la ripresa è ancora debole ma soprattutto è sostenuta ancora quasi esclusivamente dalla dinamica economica favorevole a livello internazionale, che a livello microeconomico si traduce in una crescita soprattutto delle imprese esportatrici, ovviamente concentrate nel settore manifatturiero, la cui consistenza non è particolarmente elevata nel Lazio, e in genere per tale motivo ritenute meritevoli di credito anche in assenza di intervento pubblico.

L'operatività della garanzia di portafoglio del FCG, consentendo al cofinanziamento regionale di concentrarsi nella "cattura" delle imprese più rischiose appare, pertanto, particolarmente importante in questo momento congiunturale, permettendo all'intervento pubblico di concentrarsi su settori come i servizi, che sono strutturalmente più fragili della manifattura dal punto di vista patrimoniale, ma che caratterizzano di più il tessuto economico del Lazio (e la sua parte più dinamica) ed al contempo hanno il maggiore potenziale per dare una spinta decisiva alla domanda interna (ricorrendo meno che in altri settori alle importazioni) e quindi ad una ripresa più equilibrata, inclusiva e sostenibile, in quanto autoalimentata.

Lo sviluppo operativo della garanzia di portafoglio del FCG, sostenuto in generale anche dalle istituzioni europee (si veda quanto osservato con riferimento allo SF *off the shelf*) e dalla BCE (se del caso interessata ad acquistare la *tranche senior*) ha inoltre reso molto più trasparente la definizione del PD e più effettivo il trasferimento dei benefici economici, derivanti dal minore assorbimento di capitale bancario, in termini di riduzione dei tassi di interesse applicati alle PMI destinatarie finali rispetto al *pricing* di mercato.

Tale riduzione è tanto più sensibile per quelle imprese che presentano un PD, e quindi un *rating*, ai limiti della bancabilità: le medesime che risultano maggiormente soggette a fenomeni di razionamento del credito ma le sole, con ogni probabilità, che potrebbero mobilitare investimenti ed iniziative con profili di rendimento/rischio che presentano ancora una reattività significativa ad un costo del denaro, già ottimo per le imprese migliori, più contenuto rispetto i prezzi di mercato.

4.4. Stima delle risorse aggiuntive e strategia - art. 37 (2) (c) (e - parte) Reg. (UE) 1303/2013

Si deve premettere che l'efficacia degli strumenti di garanzia di portafoglio richiede strutture semplici, che mal si conciliano con previsioni di difficile applicazione da parte delle banche *originator* che anche laddove discendono dalle migliori intenzioni di meglio qualificare l'intervento pubblico, spesso hanno invece reso particolarmente complesso, e talvolta, impossibile la generazione del portafoglio di prestiti garantiti.

D'altra parte l'obiettivo specifico dell'azione 3.6.1 e il medesimo accesso al credito ed il valore aggiunto dello SF è soprattutto quantitativo, sebbene non risultano affatto trascurabili le valenze qualitative che sono state rappresentate rispetto alle peculiarità del sistema economico del Lazio e l'appropriatezza dell'intervento anche con riferimento al particolare aspetto del ciclo.

Proprio per massimizzare tale valenza qualitativa, in particolare la cattura delle imprese con *rating* ai limiti della bancabilità, invece che stabilire a priori l'entità della copertura della *tranche junior* a carico del POR, si ritiene più efficace sotto il profilo del merito di stabilire questa in funzione dell'elasticità del PD medio del portafoglio al crescere di tale variabile. Ciò comporta di rimettere tali aspetti operativi dello SF, e quindi la determinazione del moltiplicatore che ne è una variabile dipendente, alle fasi di *market testing* e della procedura competitiva con le banche commerciali *originator*. Fase ovviamente rimessa al Ministero dello Sviluppo Economico, naturalmente individuato anche dal POR come organismo intermedio per l'attuazione dello SF e, per il suo tramite, dal gestore del FCG.

Le banche infatti costudiscono gelosamente i loro modelli di *supervisory formula* (accessibili alla sola BCE e che sono una sorta di proprietà intellettuale per il settore) che stabiliscono appunto la relazione tra la copertura della *tranche junior* ed il PD medio, la cui ottimizzazione non può essere pertanto oggetto di una stima *desk*.

Resta fermo che tale rapporto non è lineare, in quanto almeno il 20% anche del rischio di prima perdita, deve comunque rimanere a carico della banca *originator*, e quindi sarebbe inutile alzare eccessivamente la *tranche junior* nell'illusione di portare il PD oltre il limite (invalicabile) della bancabilità.

Al fine di produrre, comunque, delle ragionevoli stime si ipotizza che la percentuale massima della garanzia pubblica sia comunque contenuta nei limiti della forchetta 12-15%, e quindi il contributo POR rientri nei limiti della forchetta 4-7% del valore totale dei prestiti del portafoglio oggetto della garanzia.

Lo SF non prevede una remunerazione preferenziale per la mobilitazione dei capitali privati e la conformità con la normativa sugli aiuti di Stato è la medesima prevista per lo SF off the shelf “*garanzia limitata di portafoglio*”, con aiuti De Minimis ex Reg. (UE) 4017/2013. In particolare per quanto riguarda gli aiuti di Stato derivanti dalla gratuità della garanzia pubblica, la loro trasmissione alle PMI destinatarie finali è garantita dalla selezione con procedure competitive delle banche *originator* e dalla restituzione dell'eventuale copertura pubblica eventualmente non utilizzata. Il calcolo dell'equivalente sovvenzione netta trasmessa alle PMI destinatarie finali avviene sulla base dell'apposito “metodo nazionale di calcolo dell'elemento di aiuto nelle garanzie a favore delle piccole e medie imprese” (N. 182/2010), approvato dalla Commissione UE con decisione N. 4505 del 6 luglio 2010.

4.5. Lezioni dall'esperienza - art. 37 (2) (d) Reg. (UE) 1303/2013

Come anche raccomandato dai competenti uffici del Ministero dello Sviluppo Economico, la principale lezione dell'esperienza riguarda l'evitare previsioni di difficile applicazione da parte delle banche *originator* ovvero canali particolari per la generazione dei prestiti in quanto tali previsioni possono rallentare se non rendere difficilmente praticabile la generazione del portafoglio, come avvenuto in passato per talune iniziative di collaborazione con le Regioni.

Tali raccomandazioni sono state ribadite in particolare per portafogli da generare su basi regionali che quindi già hanno maggiori difficoltà per raggiungere dimensioni efficienti nei 18 mesi previsti dalla normativa per la loro generazione.

D'altra parte le medesime raccomandazioni sono state espresse anche da funzionari della Commissione UE e della Banca Europea degli Investimenti in occasione degli incontri tenutesi per la *SME Initiative* (ex art. 39 del Reg. (UE) 1303/2013) che dal punto di vista operativo reca notevoli similitudini con le garanzie di portafoglio.

4.6. Risultati attesi - art. 37 (2) (f) Reg. (UE) 1303/2013

Con riferimento agli indicatori pertinenti dell'azione 3.6.1 “Potenziamento del sistema delle garanzie pubbliche in sinergia tra il sistema nazionale e sistemi regionali di garanzia ...”, si sono sviluppate le seguenti stime minime e massime in considerazione delle forchette previste per un contributo POR pari a 5 milioni e sulla base di un prestito medio a sua volta contenuto entro un valore minimo di 100.000 Euro ed un valore massimo di 200.000 Euro.

	Indicatori		2023
C001/C003	Numero di imprese che ricevono un sostegno /diverso dalle sovvenzioni	min.	357
		max.	1.250
C007	Investimenti privati combinati al sostegno pubblico (non sovvenzioni)	min.	60.714.286
		max.	110.000.000

I risultati sono senz'altro notevoli dal punto di vista quantitativo, anche per effetto della più volte richiamata straordinaria possibilità di fare leva su risorse statali. Ovviamente i risultati vanno raddoppiati ove fosse possibile raddoppiare il contributo POR a 10 milioni, nell'ambito del rimanente periodo di programmazione.

4.7. Flessibilità - art. 37 (2) (g) Reg. (UE) 1303/2013

Il *gap* di credito raziionato con riferimento allo specifico segmento che qui si è sintetizzato come quello erogato alle imprese “meno migliori” (sotto il profilo del merito di credito), appare giustificare anche

interventi di portata maggiore, ma con questo documento si intende avviare una operazione da 5 milioni di contributo POR, incrementabile dall'Autorità di Gestione a 10 milioni ove l'attuazione dia esiti soddisfacenti e venga reperita l'ulteriore copertura finanziaria.

Non si hanno ulteriori valutazioni da aggiungere rispetto a quanto già sottolineato sul punto nella VexA 2014 e 2016.

Si può solo nuovamente osservare come lo SF può contare su una normativa consolidata, su una ampia sperimentazione anche da parte di altre Regioni e si ritiene che la sua implementazione, pertanto, non dovrebbe presentare particolari complessità con una costruzione del portafoglio che si ritiene possa essere conclusa entro il 2020. L'unica particolarità è quella di non avere stabilito aprioristicamente la maggiore percentuale di garanzia massima che, se da un lato rimanda la definizione degli effettivi risultati conseguiti ad un momento successivo, appare in grado di ottenere, in termini di valore aggiunto dello SF, i migliori risultati qualitativi.

5. Nuovi SF per gli investitori informali nel capitale di rischio

Ci si è già ampiamente soffermati su come il confronto con il mercato abbia evidenziato un fallimento di mercato più accentuato del previsto per quanto riguarda la cd. polarità "local". Si riporta la figura che nella VexA 2017 aveva l'intento di sintetizzare gli estremi dei *modus operandi* tra cui si pone l'offerta di *venture capital*, con specializzazioni in Italia solo parzialmente definite ("Seed", "Series A", Series B"), a differenza di altri paesi che presentano un panorama di operatori più ampio e perciò più articolato.

Local		Global
minore	intervento finanziario	maggiore
maggiore	contenuto servizi	minore
locale	relazioni	internazionale
maggiore	agilità	minore

Una opportunità di ribilanciare la strategia verso tale polarità, ove fosse individuata una possibilità di copertura POR, può essere rappresentata da modalità di attuazione degli SF per il capitale di rischio rivolte agli investitori informali già ampiamente sperimentate in altri paesi europei tra cui i Paesi Bassi con TechnoPartner BA, il Portogallo con CompeteIN2-BA, Enterprise Ireland⁹, il Regno Unito e, in particolare, la Scozia.

Tutte queste esperienze si basano ovviamente sullo schema del coinvestimento, come INNOVA Venture, essendo l'unico adatto a sostenere una pluralità di investitori privati indipendenti l'uno dall'altro.

Un altro carattere comune è rappresentato dal fatto che il fondo pubblico di coinvestimento raramente entra direttamente nel capitale delle imprese investite, ma fornisce piuttosto provvista agli investitori, provvista che partecipa al rischio e, anche mediante meccanismi di ripartizione asimmetrica a favore degli investitori privati, ai profitti dei singoli investimenti. Se, quindi, dal punto di vista economico e finanziario tale modalità è sostanzialmente equivalente ad una partecipazione diretta, questo accorgimento consente di evitare che un organismo che comunque gestisce risorse pubbliche diventi direttamente socio e per piccoli importi in un notevole numero di società, con l'inevitabile appesantimento amministrativo che ciò comporta.

I rapporti giuridici del fondo pubblico sono in questo modo concentrati nei confronti degli investitori (quindi meno nella misura in cui sono investitori seriali) che hanno comunque un grado di affidabilità maggiore rispetto le singole imprese investite per una corretta interlocuzione con il Fondo pubblico. Alcune delle esperienze citate presentano, a tal fine, delle strutture di "club" per gli investitori informali supportati che, pur lasciando loro un assetto variabile per l'assunzione dei rischi e l'attribuzione dei profitti relativi ai singoli investimenti, consentono di meglio qualificare gli investitori nei rapporti con il fondo pubblico, senza aumentarne eccessivamente i costi di *compliance*.

Tenendo conto della fase già piuttosto avanzata del periodo di programmazione, è evidente che molta cura deve essere posta nella rapida attivazione dello SF, per cui appare sicuramente efficace estendere l'operatività di INNOVA Venture (ad oggi prevista solo per investimenti totali pari o superiori ai 400.000 Euro) facendo tesoro delle lezioni da apprendere mediante un più ravvicinato confronto con le citate esperienze estere.

⁹ Si veda ad esempio le buone pratiche esposte in "[Sostenere le attività dei business angel a favore della crescita delle PMI](#)", Serie Guide: Come sostenere la politica per le PMI con i fondi strutturali, Commissione Europea, 2015.

In particolare tale confronto potrebbe chiarire l'eventuale utilizzo degli aiuti alle imprese in fase di avviamento, introdotti nel 2014 (art. 22 del Reg. UE 651/2014), che sono limitati ad investimenti in *equity* massimi per 400.000 Euro, ampiamente sufficienti per il segmento in oggetto e complementari alla operatività di INNOVA Venture come fino ad oggi prevista. L'attuazione di tale categoria di aiuti appare, infatti, molto più agile rispetto a quella degli aiuti per il finanziamento al rischio, ampiamente riformati con l'art. 21 del Reg. UE 651/2014, ma già presenti anche nel precedente regolamento sugli aiuti in esenzione (artt. 28 e 29 del Reg. UE 800/2008).

L'auspicabile acquisizione di *know-how* specifico su tali SF esteri e sperimentati consentirà, ove ritenuto possibile individuare una idonea copertura finanziaria, di meglio disegnare uno SF di rapida implementazione, oggetto di uno specifico aggiornamento della VexA, che comunque richiede i necessari adattamenti per meglio aderire alla specificità dell'ecosistema italiano e laziale.

Tale ecosistema, come già rappresentato nella VexA 2017 (in particolare nell'appendice 3 al § 4.3) oltre che i *business angels* vede importanti attori nelle società di investimento e nei cd. *corporate venture* che promuovono, spesso senza sostegno finanziario pubblico, autonome e interessanti iniziative di accelerazione delle idee imprenditoriali, grazie anche al clima favorevole creato dalle iniziative del governo per le startup innovative (ed agli incubatori dedicati). Sempre in questa ottica di prospettiva non va trascurata la potenzialità dell'*equity crowdfunding*, senz'altro un canale di investimento nelle startup atteso in crescita, in una economia sempre più digitale.

Nel capitolo I si è già fatto cenno dell'impegno assunto per verificare se la necessaria apertura finanziaria POR possa scaturire dalla previsione di considerare come spesa ammissibile al POR anche la spesa sostenuta dai coinvestitori privati degli SF di condivisione dei rischi con il capitale privato (cd. *risk sharing*). Tale possibilità risulta ampiamente usata da altri Stati membri proprio con riferimento a tali SF, assimilabili a dei partenariati pubblici e privati quantomeno come modalità di finanziamento, rivelandosi in questi casi particolarmente adatta ad una sana ed intelligente gestione della finanza pubblica.

La difficoltà di attuare efficacemente le misure per il finanziamento al rischio nell'ambito dei Fondi SIE tenendo in debito conto le pratiche di mercato, pur considerando i notevoli progressi che in tal senso sono stati apportati nella regolamentazione 2014-2020 rispetto alla precedente, è stata ampiamente illustrata nel paragrafo 3.3 della VexA 2017 (Esperienze di cofinanziamento: il diverso orizzonte temporale dei fondi SIE rispetto al mercato).

Quello che è emerso di nuovo, come esposto nel presente documento, è come la allocazione delle risorse più favorevole del previsto sui veicoli cofinanziati, rispetto a quella su INNOVA Venture, se viene incontro a molti dei precetti della Commissione UE, essendo meno distorsiva del mercato e più strutturale (consentendo il radicamento di una industria regolamentata specializzata nel capitale di rischio in linea anche con la *capital union*, il FEIS, ecc.), comporta tuttavia maggiori problemi nell'allineare la spesa ammissibile a chiusura con il contributo POR, a causa dell'uso di mercato di riservare parte delle risorse raccolte per investimenti di *follow-on* oltre il periodo di chiusura del POR. Problemi che aumentano, peraltro, via via che i veicoli sono più dedicati alle fasi *early stage*, dove tale uso si accentua, ma allo stesso tempo è il segmento riconosciuto dalla normativa in materia di aiuti di Stato a maggiore fallimento di mercato e quindi dove si dovrebbe maggiormente concentrare l'intervento pubblico.

Non si può non notare una sorta di contraddizione tra gli indirizzi delle politiche europee, che incoraggiano il sostegno agli investimenti mediante strumenti di condivisione dei rischi con il capitale privato (per ottimizzare tale sostegno limitando il ricorso a deficit e debito pubblico) e le regole di attuazione che la legislazione europea prevede per la gestione in concorrenza con gli Stati membri delle risorse del bilancio europeo.

Si è sentita l'esigenza pertanto di approfondire come in altri Stati membri si sono affrontate tali problematiche (che appaiono comuni), scoprendo che, almeno in alcuni casi, le soluzioni più idonee a ridurre tale contraddizione sono facilitate dal fatto che i capitali privati mobilitati con tali SF concorrono al cofinanziamento nazionale dei PO. Si consideri che, nel nostro caso, agli 80 milioni di contributo POR devono

essere associati 53 mil. di capitali privati¹⁰ (per mantenere l'equilibrio 60% - 40% richiesto dalla normativa sugli aiuti di Stato) e pertanto, ove si considerasse il cofinanziamento privato come cofinanziamento nazionale, la spesa ammissibile potenziale sarebbe pari a 133 milioni, con evidenti e notevoli margini per mantenere gli impegni per gli investimenti di *follow-on* oltre il periodo di chiusura del POR, a parità di spesa pubblica, e probabilmente anche sufficienti per attivare uno SF dedicato agli investitori informali e, quindi, alla polarità "local".

Ciò ovviamente richiede una modifica di POR, in quanto ora è stabilito di considerare ammissibile solo la quota di spesa pubblica come d'altra parte per tutti i programmi operativi italiani e da vari cicli di programmazione. Tale consuetudine è dovuta anche alla difficoltà storica di attivare formule di partenariato pubblico e privato e di controllare il contributo privato da parte della pubblica amministrazione italiana, ma non ha ragione di essere nel caso degli SF di condivisione dei rischi in quanto, se non altro per verificare il rispetto della normativa sugli aiuti di Stato, il cofinanziamento privato allo SF (o il coinvestimento privato a livello dei destinatari finali) deve comunque essere tracciato ed oggetto di controlli del tutto analoghi a quelli effettuati sulla spesa pubblica.

Probabilmente per un progressivo affermarsi in Italia degli SF di condivisione dei rischi ed in particolare di quelli dedicati a sostenere l'offerta istituzionale del capitale di rischio, la previsione di considerare anche la spesa privata come cofinanziamento nazionale può risultare importante, allineandoci alle prassi già diffuse negli Stati membri che da più lungo tempo ne fanno largo uso.

¹⁰ Si tratta di una semplificazione, sia pure significativa come ordine di grandezza, che non tiene conto che commissioni e costi di gestione sono ammissibili anche per la quota privata nel caso dei veicoli non cofinanziati mentre non esistono, e comunque risulterebbero difficilmente ammissibili, nel caso di modalità attuative in coinvestimento tra uno SF sostanzialmente pubblico e singoli coinvestitori privati.