

Working Papers Series

Michele Roticiani

*Il sostegno del FESR agli strumenti
rotativi di aiuto alle imprese.
Esperienze e prospettive in Italia*

WP 1/2006

CIRES
Italian Research Centre for European Studies

CIRES
Italian Research Centre for European Studies
Working Papers Series

CIRES
Italian Research Centre for European Studies
Working Papers Series

Director *Prof. Leonardo Morlino*
Deputy Director *Elena Baracani*

Managing Board

*Luciano Bardi, Alessandro Chiaramonte, Maurizio Cotta,
Roberto D'Alimonte, Roberto Di Quirico, Valeria Fargion,
Pierangelo Isernia, Massimo Morisi, Leonardo Morlino,
Daniela Piana*

Tutti i diritti sono riservati. Nessuna parte del working paper può essere riprodotta o diffusa con un mezzo qualsiasi, fotocopie, microfilm o altro a scopo di lucro, senza il permesso scritto dell'editore. Il testo può essere riprodotto liberamente per scopi di studio e ricerca a patto che sia citata la fonte. Questa pubblicazione beneficia del supporto del CIRES Italian Research Centre for European Studies. Ciononostante la responsabilità dei contenuti e delle opinioni espresse è da attribuire esclusivamente all'autore. Il CIRES ed il suo direttore non possono in nessun modo essere ritenuti responsabili per il modo in cui le informazioni contenute nel testo verranno utilizzate.

§§§§§§

All rights reserved. No part of this working papershall be reproduced, stored in a retrieval system, or transmitted by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise, for the sake of gain without written permission from the publisher. The text may be reproduced for research and study purposes if the source cited. This publication benefits from the support of the CIRES Italian Research Centre for European Studies. Nevertheless its content is the sole responsibility of the author. Niether the CIRES nor its Director are to be held responsible for the manner in which the information in this text may be used.

©2006 by CIRES
University of Florence, Italy
www.cires-ricerca.it

Michele Roticiiani

Il sostegno del FESR agli strumenti rotativi di aiuto
alle imprese.
Esperienze e prospettive in Italia

Working Paper CIRES

1/2006

SOMMARIO

<u>INTRODUZIONE</u>	3
<u>CAPITOLO 1</u>	5
<u>1.1 Quadro analitico</u>	5
<u>1.2 Vantaggi dell'ingegneria finanziaria.</u>	7
<u>1.3 Definizione di capitale di rischio</u>	9
1.3.1 <u>Venture Capital</u>	11
1.3.2 <u>Business angels</u>	12
1.3.3 <u>Prestiti partecipativi</u>	13
1.3.4 <u>Capitale di prestito</u>	13
1.3.5 <u>Programmi di garanzia</u>	15
<u>CAPITOLO 2</u>	16
<u>2.1 Regolamento n. 1260/1999</u>	16
<u>2.2 Regolamento n. 1685/2000</u>	17
<u>2.3 Regolamento n. 448/2004</u>	20
<u>2.4 Comunicazione su "Aiuti di Stato e capitale di rischio"</u>	21
<u>2.5 Il fallimento del mercato</u>	25
<u>2.6 Orientamenti e proposte per il periodo 2007-2013</u>	28
<u>CAPITOLO 3</u>	31
<u>3.1 L'esperienza toscana</u>	31
3.1.1 <u>Fondo di garanzia</u>	32
3.1.2 <u>Prestiti partecipativi</u>	33
<u>3.2 Strumenti di capitale di rischio</u>	34
3.2.1 <u>Regione Toscana: Fondo di <i>Early stage</i></u>	35
3.2.2 <u>Regione Umbria: Fondo per investimenti in capitale di rischio</u>	37
3.2.3 <u>Regione Emilia Romagna: Fondo <i>Ingenium</i></u>	38
3.2.4 <u>Regione Lazio: Fondo di capitale di rischio</u>	39
<u>3.3 Riepilogo dei risultati delle misure attive</u>	40
<u>CAPITOLO 4</u>	46
<u>4.1 Le misure DocUP del Nord Est del Regno Unito</u>	46
4.1.1 <u>La misura 1.2</u>	47
4.1.2 <u>La misura 2.2</u>	47
<u>4.2 I Fondi di venture capital della Regione</u>	48
4.2.1 <u>Proof of Concept Fund</u>	49
4.2.2 <u>North East Co-Investment Fund</u>	50
4.2.3 <u>North East Regional Investment Fund</u>	51
<u>4.3 Risultati conseguiti</u>	52
<u>CONCLUSIONI</u>	55
<u>BIBLIOGRAFIA</u>	61

INTRODUZIONE

Questa ricerca si occupa del sostegno del Fondo Europeo di Sviluppo Regionale al cofinanziamento degli strumenti rotativi di aiuto alle imprese. L'interesse per l'argomento nasce dall'osservazione dei cambiamenti intercorsi nell'approccio della Commissione europea relativamente all'impiego dei Fondi Strutturali nella politica di aiuti alle imprese, in particolare alle piccole e medie (PMI): tale cambiamento si concretizza nello spostamento dell'impiego delle risorse europee dagli aiuti nella forma di sovvenzioni a fondo perduto, alla creazione di fondi rotativi capaci di protrarre la loro azione oltre la disponibilità della misura, quindi di finanziare un numero più alto di interventi in un arco di tempo molto più ampio. Questo tipo di strumenti hanno preso la forma soprattutto di fondi di garanzia e di prestiti rimborsabili.

Nell'ambito dei fondi rotativi, la Commissione ha poi dedicato particolare attenzione per la destinazione delle risorse della politica regionale europea a strumenti di ingegneria finanziaria orientati al capitale di rischio: sempre di carattere rotativo, ma più idonei a colmare le inefficienze del mercato e coprire l'area delle imprese rimaste escluse dai tradizionali canali di finanziamento, sia per la mancanza di credenziali, che per il tipo di investimento richiesto. In quest'ultimo approccio, l'accento viene posto sulla necessità di rafforzare l'aspetto dell'addizionalità della politica dei Fondi Strutturali, accompagnando il contributo europeo con una più forte partecipazione del capitale privato, che non può tuttavia sostituirsi al cofinanziamento pubblico nazionale.

La ricerca cerca in qualche modo di mettere in evidenza il grado di penetrazione di questi orientamenti nel nostro Paese, con la Regione Toscana in primo piano; anzitutto, osservando quanto le misure di ingegneria finanziaria vengono recepite nella programmazione regionale, poi analizzando le caratteristiche degli strumenti adottati dalle regioni italiane che sono riuscite ad attuarle: le scelte tecniche, i tempi di attuazione, le principali difficoltà incontrate ed i risultati eventualmente conseguiti.

Il lavoro presenta, inoltre, un parallelo tra l'approccio e gli strumenti delle regioni italiane e quelli di una realtà del Regno Unito, la regione del Nord Est. Lo scopo non è esattamente un confronto diretto tra le due esperienze, in quanto il livello di sviluppo del mercato del *private equity* in Italia è lontano dalle performance della Gran Bretagna, rendendo la comparazione tra gli strumenti adottati dalle diverse regioni ed i loro risultati piuttosto squilibrata; un lavoro del genere risulterebbe più utile con Paesi come la Spagna e la Germania, caratterizzati da livelli di sviluppo simili. L'esempio della regione del Nord Est del Regno Unito è più teso a fornire un caso di *best practice* come punto di riferimento per l'esperienza italiana, soprattutto in considerazione della maggiore rispondenza della impostazione inglese con l'evoluzione degli orientamenti della Commissione sullo sviluppo del capitale di rischio come forma di aiuto alle PMI.

La ricerca inizia con un capitolo introduttivo che serve a inquadrare il nuovo approccio della Commissione in tema di Fondi Strutturali nel sistema delle priorità definite per la politica regionale europea e, più in generale, degli obiettivi di competitività, crescita e occupazione delle strategie di Lisbona e Göteborg, evidenziando come tale evoluzione risulti indispensabile per assicurare la realizzazione di tali obiettivi. In particolare il nuovo orientamento risponde alle necessità di creare un mercato dei capitali più dinamico, fluido e omogeneo a livello europeo, in grado di rispondere alle richieste di finanziamento delle imprese di nuova costituzione e in fase di crescita nei settori dell'alta tecnologia e dell'innovazione, di far fruttare al meglio le idee e le capacità imprenditoriali europee, di competere con le *performances* dei mercati più sviluppati di Stati Uniti e Giappone. Il capitolo si chiude presentando brevemente le caratteristiche dei principali strumenti finanziari che vengono presi in considerazione in questa ricerca: *venture capital*, *business angels*, il capitale di prestito e i programmi di garanzia.

Nel secondo capitolo viene presentata una rassegna della normativa attualmente in vigore sugli interventi dei Fondi Strutturali nell'ingegneria finanziaria: i regolamenti generali e le loro attuazioni e modifiche, la disciplina sul capitale di rischio e gli aiuti di Stato; a questo livello, inoltre, risulta di centrale importanza una corretta determinazione del concetto di fallimento del mercato, contestualizzandolo nella realtà del nostro Paese. Infine, vengono affrontate le disposizioni adottate dalla Commissione nelle proposte per i Regolamenti sui Fondi Strutturali per il 2007-2013, così come le linee guida contenenti gli orientamenti strategici per la loro applicazione.

Nel terzo capitolo viene osservato come tale approccio è stato recepito dalle regioni italiane nel corso dell'attuale periodo di programmazione 2000-2006, prendendo in esame le principali caratteristiche degli strumenti rotativi finanziati con le risorse europee attivati nella Regione Toscana, fondamentalmente prestiti rimborsabili e fondi di garanzia: in questo modo si tenta di vedere, limitatamente al caso toscano, quale è lo spazio dedicato agli strumenti finanziari innovativi rispetto ai fondi rotativi in generale. Particolare attenzione viene successivamente prestata alle misure orientate al capitale di rischio attive in Italia, attualmente in Lazio, Emilia Romagna e Umbria, oltre alla Toscana, analizzandone le caratteristiche, la composizione finanziaria, il funzionamento e i risultati conseguiti, i principali problemi incontrati nella loro costituzione; una tabella finale sintetizza i risultati numerici delle diverse azioni.

Il quarto capitolo si occupa principalmente di mettere in luce l'esperienza maturata all'estero nell'impiego delle disponibilità dei Fondi Strutturali in strumenti di ingegneria finanziaria, segnatamente nella regione North East of England. L'intento è quello di mettere in evidenza il maggiore sviluppo del mercato dei capitali di rischio sia in termini di domanda che di offerta, l'utilizzo delle risorse europee per raggiungere la massa critica e rendere più efficienti ed efficaci gli interventi, il rilevante coinvolgimento del settore privato, che in questi casi si sostituisce al contributo nazionale, la capacità di rispondere alle carenze del mercato e di indirizzare gli investimenti verso le priorità individuate dalla Commissione.

Nel capitolo conclusivo si cerca di sottolineare come i nuovi orientamenti proposti dalla Commissione per la regolamentazione dei Fondi Strutturali nel nuovo periodo di programmazione 2007-2013 diano ampio risalto al cofinanziamento degli strumenti finanziari innovativi, sia per la soluzione del problema dell'accesso al finanziamento per le PMI, che in quanto importanti risorse a disposizione delle Autorità Pubbliche per la promozione di determinati settori produttivi. Di seguito, si cerca di individuare i problemi e le difficoltà incontrate dalle Amministrazioni italiane per la creazione e l'attivazione delle misure orientate al capitale di rischio e quali insegnamenti possono trarsi per il futuro, tenendo in considerazione l'esperienza della regione britannica per vedere differenze e analogie. Infine, vengono proposte alcune considerazioni circa l'applicazione della normativa sugli strumenti finanziari innovativi in un mercato come quello italiano, con lo scopo di individuare alcuni punti di debolezza e di difficoltà su cui potrebbe essere utile riflettere e agire.

CAPITOLO 1

1.1 Quadro analitico

«L'Europa deve rinnovare le basi della sua competitività, aumentare il suo potenziale di crescita e la sua produttività e rafforzare la coesione sociale, puntando principalmente sulla conoscenza, l'innovazione e la valorizzazione del capitale umano. Per raggiungere tali obiettivi, l'Unione deve mobilitare maggiormente tutti i mezzi nazionali e comunitari appropriati - compresa la politica di coesione - nelle tre dimensioni economica, sociale e ambientale della strategia, per utilizzarne meglio le sinergie in un contesto generale di sviluppo sostenibile»¹.

In linea con gli obiettivi del trattato², specie per quanto riguarda la promozione di una convergenza reale all'interno della Comunità, gli interventi finanziati mediante le risorse limitate di cui dispone la politica di coesione dovrebbero essere diretti in via prioritaria alla promozione della crescita, della competitività e dell'occupazione, come indicato nelle strategie di Lisbona e Göteborg³. La competitività, quindi, diventa il nodo cruciale e il suo rilancio la chiave di volta per assicurare al continente europeo una nuova fase di crescita, associata ad un aumento dell'occupazione in termini di quantità e, soprattutto, di qualità: in questa ottica, gli strumenti della politica di coesione diventano un importante stimolo per dirigere gli sforzi degli Stati membri in tale direzione, definendo determinate condizioni e priorità per l'accesso al cofinanziamento dei Fondi Strutturali.

Alla base del rilancio delle capacità europee di competere nel nuovo contesto globale, l'Unione pone l'accento su diverse tematiche: l'adeguamento delle infrastrutture necessarie all'attività delle imprese e agli investimenti; il potenziamento della ricerca, specialmente del settore privato, e del suo trasferimento dai laboratori al mercato; la spinta all'innovazione anche nei settori più tradizionali; la promozione dell'economia fondata sulla conoscenza e dello sfruttamento diffuso delle nuove tecnologie della comunicazione; lo sviluppo della imprenditorialità, partendo dal miglioramento del contesto istituzionale in cui opera e dei fattori strutturali che la condizionano. L'azione su questi concetti dovrebbe creare le condizioni, indispensabili in tema di competitività, per un generale aumento del tasso di produttività del lavoro e del grado di penetrazione tecnologica nella società, così come per una riduzione dell'impatto ambientale delle attività umane, incluso per quanto riguarda l'accesso e lo sfruttamento di fonti di energia pulita e rinnovabile⁴.

Lo sviluppo dell'imprenditorialità risulta di centrale importanza per l'argomento oggetto di questa ricerca. La necessità di intervenire su questo tema si articola su diversi livelli: in particolare, riguarda la promozione di una cultura imprenditoriale che consideri maggiormente l'aspetto manageriale dell'attività aziendale e la propensione al rischio dell'imprenditore; lo stimolo alla capitalizzazione della PMI con conseguente allargamento della base azionaria nei bilanci, specialmente tramite l'apporto di capitali esterni; il miglioramento dell'accesso ai finanziamenti. Secondo l'impostazione della Commissione⁵, per promuovere in modo efficace l'imprenditorialità in Europa, il settore pubblico dovrebbe essere più attivo a livello europeo, nazionale e regionale su tre aspetti del

¹ Conclusioni della presidenza, Consiglio europeo del marzo 2005.

² Cfr l'art. 2 TCE in generale e l'art. 158 TCE riguardo al rafforzamento della coesione economica e sociale della Comunità.

³ Consiglio europeo di Lisbona del 23 e 24 marzo 2000 e di Göteborg del 15 e 16 giugno 2001.

⁴ Cfr Comunicazione della Commissione "Politica di coesione a sostegno della crescita e dell'occupazione: linee guida della strategia comunitaria per il periodo 2007-2013", COM(2005) 299, Bruxelles, 5.7.2005.

⁵ Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo "Accesso delle piccole e medie imprese ai finanziamenti", COM(2003) 713 def., Bruxelles, 01.12.2003.

finanziamento delle PMI: migliorare le condizioni generali, attraverso l'eliminazione degli ostacoli alla crescita e allo sviluppo dei mercati finanziari; concentrarsi sul finanziamento delle imprese in fase d'avvio, in particolare mediante garanzie e microprestiti; e rafforzare la presenza dell'azionariato nei bilanci delle PMI.

Questa serie di considerazioni sta alla base dell'evoluzione del pensiero della Commissione riguardo al modo in cui i finanziamenti europei vengono impiegati nella realizzazione dei programmi elaborati per la gestione degli interventi dei Fondi Strutturali nell'ambito della politica regionale dell'Unione. Tale evoluzione si concretizza nello spostamento dall'utilizzo degli stanziamenti come sovvenzioni dirette a fondo perduto, alla creazione di fondi di tipo rotativo, fino alla partecipazione dei Fondi Strutturali in strumenti finanziari innovativi come i fondi di capitale di rischio, garantendo al contempo, accanto al cofinanziamento di origine statale, una consistente partecipazione del capitale privato.

In questo contesto, occorre inoltre osservare motivazioni di ordine più pratico. L'adesione all'Unione degli Stati dell'Europa orientale ha reso più pressante il problema della coesione all'interno della Comunità: i nuovi entrati, infatti, sono Paesi contraddistinti da condizioni strutturali, non solo economiche, nettamente inferiori alla media europea, che richiedono un maggiore impegno da parte delle risorse comuni diretto a colmare il gap in termini di sviluppo⁶. L'allargamento ha provocato un abbassamento del livello di reddito al di sotto del quale vengono determinate le aree più bisognose di sostegno, che attualmente appartengono all'obiettivo 1, cui sono allocate le quote maggiori di risorse comunitarie: queste sono le regioni con un prodotto interno lordo pro capite (PIL/abitante), calcolato in base ai dati relativi all'ultimo triennio antecedente l'adozione del regolamento, inferiore al 75% della media dell'UE. Nel nuovo periodo di programmazione 2007-2013, infatti, per l'obiettivo "convergenza", che sostituisce l'obiettivo 1, è stata proposta l'assegnazione del 78,54% delle risorse dei Fondi Strutturali e interesserà principalmente i nuovi Stati membri; per le aree dell'Europa a 15 che, come parte del nostro Mezzogiorno, sarebbero rimaste sotto tale soglia, ma che si trovano al di sopra nell'Unione allargata per il cosiddetto "effetto statistico", sino al 2013 è previsto un sostegno transitorio specifico, a carattere decrescente, pari all'8,38% delle dotazioni per l'obiettivo convergenza⁷.

Il risultato, ad ogni modo, sarà una più limitata quantità di risorse a disposizione dei vecchi Stati membri rispetto alle attuali dotazioni, con conseguente riduzione delle disponibilità a sostegno delle PMI. Questa riduzione di risorse interessa in modo particolare le aree che saranno comprese nel nuovo obiettivo "competitività regionale e occupazione", in sostituzione dell'attuale obiettivo 2, cui viene assegnato il 17,22% dei Fondi Strutturali. Per questo obiettivo la Commissione propone un duplice approccio. Da un lato, si punta a rafforzare la competitività e l'attrattiva delle regioni attraverso programmi di sviluppo regionale, anticipando i cambiamenti economici e sociali e sostenendo l'innovazione, la società della conoscenza, l'imprenditorialità, la protezione dell'ambiente e la prevenzione dei rischi. Dall'altro, mediante programmi nazionali o territoriali di livello adeguato finanziati dal FSE, si intende potenziare l'adattabilità dei lavoratori e delle imprese, nonché garantire lo sviluppo dei mercati del lavoro per rafforzare l'inclusione sociale, in linea con la strategia europea per l'occupazione; nel nuovo obiettivo vengono comprese tutte le aree che non risultano ammissibili al programma "convergenza", mentre al suo interno viene soppressa la zonizzazione, in quanto sarà compito degli Stati membri stilare una lista delle regioni che parteciperanno al programma dei Fondi Strutturali.

Vista la limitatezza dei fondi pubblici risulta indispensabile, quindi, impiegarli con la massima efficacia al fine di sviluppare i mercati e cooperare con il settore privato per ottenere il massimo effetto possibile. Il ruolo del settore pubblico, incluso le istituzioni comunitarie, dovrebbe consistere anzitutto nel migliorare le condizioni generali dei finanziamenti e nel limitare l'azione

⁶ Cfr. Comunicazione della Commissione "Terza relazione intermedia sulla coesione: verso un nuovo partenariato per la crescita, l'occupazione e la coesione", COM(2005)192, Bruxelles, 17.5.2005.

⁷ Cfr. Proposta di Regolamento del Consiglio recante disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo e sul Fondo di coesione, COM(2004) 492 def., Bruxelles, 14.7.2004.

diretta solo ai casi motivati da carenze del mercato, sostituendola, dove possibile, con strumenti rimborsabili, capaci di garantire una maggiore capacità di iniziative finanziabili e un funzionamento in linea di principio illimitato.

1.2 Vantaggi dell'ingegneria finanziaria.

Come si evince da più documenti, nell'ottica della Commissione la partecipazione dei Fondi Strutturali in strumenti di ingegneria finanziaria si inserisce nel sistema delle priorità dell'Unione come una componente essenziale per indurne la realizzazione. Questo approccio, inoltre, comporta dei notevoli vantaggi rispetto alle sovvenzioni: anzitutto l'esperienza ha dimostrato che i migliori risultati in termini di finanziamento delle PMI si ottengono quando il settore pubblico opera con i mercati e funge da catalizzatore per incentivarne lo sviluppo, divenendo un forte stimolo per l'attrazione dell'investimento privato⁸.

Al contempo, questo intervento del settore pubblico contribuisce alla crescita del mercato dei capitali di rischio, favorendo l'uniformazione delle pratiche nazionali, la circolazione degli strumenti finanziari, la realizzazione del mercato unico: dalla comparazione con Stati Uniti e Giappone, infatti, emerge che questo tipo di mercati sono ancora manifestamente sottosviluppati nell'Unione europea⁹. Questo il caso non solo per i mercati borsistici specializzati nel finanziamento delle società a forte crescita, ma anche per gli investimenti in capitali di rischio nelle imprese in fase di avviamento e di crescita, nonché in quelle d'alta tecnologia. Da un lato gli imprenditori europei non possono accedere sufficientemente al capitale necessario per l'avviamento e lo sviluppo delle loro aziende, dall'altro, gli investitori di capitali di rischio mancano di buone opportunità di collocamento dei loro capitali. Nonostante la situazione in Europa sia molto migliorata dall'approvazione del Piano d'Azione sul Capitale di Rischio (PACR)¹⁰, anche considerando la caduta di questi strumenti finanziari provocata dallo sgonfiamento della bolla speculativa della *new economy* alla fine del 2000 e dagli eventi dell'11 settembre, il gap con Stati Uniti e Giappone rimane importante, così come le differenze in sviluppo tra gli Stati membri in un mercato europeo che rimane attualmente frammentato¹¹: questa mancanza di dinamismo ha delle ripercussioni negative sulla capacità dell'Unione europea di sfruttare le proprie idee innovatrici e di realizzare l'intero potenziale di cui dispone in fatto di creazione di nuovi posti di lavoro¹².

In terzo luogo, questo tipo di finanziamenti possono essere più facilmente diretti a sostegno degli investimenti nelle imprese a più alto rischio, come le attività di R&S, le *start up* e gli *spin-off* ad alto contenuto tecnologico, dove si concentrano i maggiori ostacoli per l'accesso ai finanziamenti e i casi di fallimento del mercato, a causa sia della difficoltà per questo tipo di imprese di fornire le necessarie garanzie e sicurezze, che dell'inadeguatezza del ricorso all'indebitamento per tali investimenti. Il capitale di rischio e i fondi di rotazione, in particolare, possono dare un impulso determinante all'imprenditoria, all'innovazione e alla creazione di posti di lavoro, soprattutto con la partecipazione del capitale privato, proprio in virtù del maggiore grado di *risk sharing* tra gli investitori pubblici e privati. «In caso di fallimento del mercato, si deve privilegiare la creazione o lo sviluppo di fornitori specializzati di capitale di rischio e di garanzie bancarie»¹³; di norma, il loro intervento sarà più efficace se forniranno sostegno sotto forma di un pacchetto integrato che

⁸ COM(2003) 713, *cit.*, pag. 3.

⁹ Cfr. Comunicazione della Commissione "Il capitale di rischio: una soluzione per la creazione di posti di lavoro nell'Unione europea", SEC(1998)522 def., 31.3.1998.

¹⁰ Cfr. Comunicazione della Commissione al Consiglio ed al Parlamento Europeo sull'esecuzione del Piano d'Azione sul Capitale di Rischio, COM(2003)654 def., Bruxelles, 4.11.2003.

¹¹ Cfr. "Affrontare la sfida. Strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione", Relazione del Gruppo ad Alto Livello presieduto da Wim Kok, Novembre 2004.

¹² Per i ostacoli relativi allo sviluppo di un mercato unico per i capitali di rischio vedere Directorate-General for Enterprise and Industry, "Merits and possibilities of a European fund structure for venture capital funds", Report from a workshop held on 21 June 2005 in Brussels.

¹³ COM(2005) 299, *cit.*, pag. 23.

comprenda, tra l'altro, una formazione precedente all'avvio o all'espansione dell'impresa, così come un'attività di *tutoring* e di consulenza che accompagni l'impresa durante l'investimento.

In stretta connessione con il punto precedente, occorre rilevare come il cofinanziamento degli strumenti di ingegneria finanziaria per gli investimenti nell'innovazione e nei settori altamente tecnologici dovrebbe avere priorità assoluta nelle regioni che rientrano nel nuovo obiettivo "competitività regionale e occupazione": le ridotte risorse finanziarie devono essere concentrate onde raggiungere la massa critica per offrire un servizio efficiente e produrre un effetto leva. I mercati azionari sono tuttora frammentati e al di sotto della dimensione critica, il che aumenta inutilmente i rischi corsi dai fondi e dagli investitori privati per mancanza di strategie di uscita. Per la loro alta redditività e il basso rischio, i fondi di *venture capital* sono concentrati sugli investimenti di grandi dimensioni in compagnie consolidate, lasciando fuori le piccole imprese e gli *early stage*. Tale processo può alimentare una sorta di circolo vizioso: dato che solo una piccola parte dei fondi di capitale di rischio è attiva negli investimenti di tipo *seed capital* e *start up*, questi non riescono a sviluppare le conoscenze e l'esperienza sufficienti per operare in questi settori, mentre non possono coprire da soli la domanda di capitale azionario delle PMI. Un intervento del settore pubblico è dunque più che giustificato per colmare queste lacune del mercato: il contributo pubblico dovrebbe essere diretto all'efficienza e alla sostenibilità di lungo periodo del mercato dei *venture capital*, particolarmente soggetto ad andamenti ciclici, attraverso una programmazione in grado di attirare i capitali privati, invece di sostituirli, e di raggiungere la massa critica evitando la proliferazione di piccoli fondi. Quest'ultimi, per le loro dimensioni, sono impossibilitati a sfruttare le economie di scala, hanno difficoltà nell'assumere manager con esperienza, dispongono di una limitata capacità di fornire la necessaria consulenza alle imprese in cui investono, così come di diversificare gli investimenti per ridurre il rischio di portafoglio¹⁴. La destinazione dei Fondi Strutturali a questo tipo di strumenti finanziari può contribuire a risolvere il problema dell'insufficiente mobilitazione del capitale, investendo in fondi di capitale di rischio stabili, selezionati in modo imparziale sulla base di criteri di qualità, in cui solo parte delle risorse siano di origine pubblica. Questo permetterebbe di raggiungere quella dimensione tale da colmare il cosiddetto *equity gap*¹⁵ e permettere alle imprese più rischiose di procurarsi più agevolmente i finanziamenti necessari e sfruttare le possibilità offerte¹⁶.

Un ulteriore non trascurabile vantaggio dell'impiego dei Fondi Strutturali in strumenti rotativi sta nel fatto che in questo modo i fondi europei non esauriscono la loro vita al termine del periodo di programmazione che ne ha visto la creazione. Una volta che questo è giunto a scadenza, infatti, essi continuano ad esistere finanziando programmi e interventi nella regione, senza peraltro essere più vincolati dalla "zonizzazione" per quanto riguarda la loro destinazione: in questo modo, i soldi messi a disposizione dalla politica regionale europea diventano successivamente importanti risorse per la Pubblica Amministrazione, da impiegare, per esempio, per il sostegno delle aree che risultano escluse dagli aiuti comunitari, sempre nel rispetto della normativa europea sugli aiuti di Stato.

Un ultimo vantaggio offerto da questo approccio della Commissione può essere definito come una "europeizzazione" degli obiettivi degli investimenti realizzati con queste risorse. In linea generale, l'esecutivo comunitario ha più volte indicato come l'intervento dei Fondi Strutturali in strumenti di ingegneria finanziaria debba essere diretto a colmare le carenze del mercato in tema di accesso ai finanziamenti. Queste riguardano da un lato, il ventaglio di imprese che, per diverse ragioni, rimangono escluse dai canali tradizionali di finanziamento, come l'indebitamento, così come dai fondi di capitale di rischio esistenti. Dall'altro, la capacità di canalizzare gli investimenti su

¹⁴ Final report of the Working Group on Venture Capital, United States Department of Commerce and Directorate-General for Enterprise and Industry of the European Commission, October 2005.

¹⁵ L'*equity gap* riguarda la differenza tra il livello di investimento richiesto da una compagnia nella fase iniziale della sua esistenza, non colmabile attraverso l'indebitamento, e il livello minimo di intervento considerato dal fornitore di *venture capital*. Per un riferimento alla situazione europea vedere "Best practices of public support for early-stage equity finance", Directorate-General for Enterprise and Industry of the European Commission, September 2005.

¹⁶ "Affrontare la sfida. Strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione", *cit.*, pag. 34.

progetti aziendali che favoriscono la realizzazione di determinati obiettivi, individuati a livello europeo, che potrebbero non risultare redditizi se lasciati alle sole dinamiche del mercato: lo sviluppo di settori specifici, il sostegno dell'imprenditoria giovanile, di gruppi sociali svantaggiati, dei secondi tentativi imprenditoriali, l'impulso all'eco-innovazione, la coerenza generale con le priorità individuate negli orientamenti strategici europei. In molti casi le condizioni poste dalla normativa della Commissione per questo tipo di interventi, come nel caso del ridimensionamento del fondo perduto, possono diventare per gli Stati membri un "vincolo esterno": i governi nazionali e locali possono dirsi obbligati dall'Europa a seguire un determinato tipo di scelte in tema di aiuti finanziari che, benché riconosciute come necessarie e auspicabili, possono rimanere impopolari o sgradite.

1.3 Definizione di capitale di rischio

Con il termine "investimento istituzionale nel capitale di rischio" si intende l'apporto di capitale azionario, o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, da parte di operatori specializzati, in un'ottica temporale di medio lungo-periodo, effettuato nei confronti di imprese non quotate in borsa e con elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi processi, prodotti e servizi. Tale partecipazione è finalizzata all'aumento del valore dell'impresa e alla possibilità di realizzare un elevato *capital gain* attraverso la cessione della partecipazione acquisita. Nel corso degli anni sono rimasti invariati i presupposti di fondo dell'operazione, mentre sono mutate le caratteristiche di investimento istituzionale del capitale di rischio, diversificandosi in relazione al sistema imprenditoriale di riferimento e al grado di sviluppo dei diversi mercati, offrendo una più variegata gamma di possibilità di intervento, peraltro in continua evoluzione¹⁷.

Il ruolo dell'investimento in capitale di rischio in un moderno sistema finanziario è rilevante sotto numerosi profili. Sul fronte dell'impresa, la possibilità di far ricorso ad operatori specializzati nel sostegno finanziario finalizzato alla creazione di valore, consente alle stesse di reperire capitale "paziente", che può essere utilizzato per sostenere la fase di start up o di espansione. In particolare, tale capitale può essere utilizzato dall'impresa per sviluppare nuovi prodotti e nuove tecnologie, per espandere il circolante, per finanziare acquisizioni, o per rafforzare la struttura finanziaria di una società. Il supporto dell'investitore istituzionale, inoltre, non si esaurisce nella mera fornitura di capitale di rischio: un ulteriore vantaggio deriva dalla disponibilità di *know-how* manageriale che l'investitore mette a disposizione dell'impresa per il raggiungimento dei suoi obiettivi di sviluppo. Ciò si traduce anche nella possibilità di supporto alla crescita esterna, attraverso contatti, investimenti, collaborazioni ed altro, con imprenditori dello stesso o di altri settori. Il socio istituzionale possiede una profonda esperienza basata su una moltitudine di realtà imprenditoriali diverse, esperienza cui la società può, in questo modo, accedere; anche in tema di accompagnamento alla quotazione, per esempio, risulta preziosa la consulenza fornita, che può essere d'aiuto nel definire il *timing* e le procedure interne ottimali in tale delicato processo. È poi comprovato che alle imprese partecipate da investitori istituzionali siano riconducibili performance economiche superiori rispetto alle altre realtà imprenditoriali, apportando un beneficio a livello di sistema¹⁸. L'attività di investimento nel capitale di rischio contribuisce notevolmente, dunque, allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso, selezionando imprese a rapido tasso di crescita, fornendo loro il capitale necessario per svilupparsi e contribuendo all'aumento del loro valore al termine dell'operazione.

¹⁷ Per una definizione di capitale di rischio vedere il sito dell'Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, AIFI, www.aifi.it/Capitale, oppure si può consultare "A guide to Private Equity", British Venture Capital Association, BVCA, disponibile sul sito, www.bvca.co.uk.

¹⁸ La presenza dell'investitore istituzionale accelera il processo di sviluppo delle imprese partecipate. Per alcune statistiche vedere, "Guida pratica al Capitale di Rischio", AIFI, pag. 9, disponibile sul sito; vedere anche www.business-plan.it/effetto_sui_risultati_aziendali.htm.

La crescente complessità dei settori "merceologici", basti pensare a quelli di contenuto altamente tecnologico come le telecomunicazioni o il farmaceutico, fa sì che, in determinati casi, lo stadio di sviluppo delle diverse imprese, e le esigenze finanziarie ad esso collegate, poco si prestino ad una schematizzazione classica. In più, gli operatori nel capitale di rischio sviluppano di continuo avanzati strumenti di ingegneria finanziaria, sempre più complessi e sofisticati, attraverso i quali si fa uso contemporaneo di diverse leve e che, per questo motivo, sono difficilmente catalogabili. Per tentare di fare una maggiore chiarezza tra i termini, l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio viene generalmente definita con i termini anglosassoni *venture capital* e *private equity*¹⁹. Pur essendo spesso utilizzati come sinonimi, il *venture capital* si riferisce al finanziamento delle fasi di avvio di nuove imprese, segnatamente le fasi *early stage* e l'espansione; nella primissima fase di vita di un'impresa, lo sviluppo di un'idea o la ricerca per uno *spin off*, precedente alla costituzione, possono operare anche i cosiddetti *business angels*, professionisti che offrono investimenti a bassa intensità di capitale, generalmente a breve termine, che saranno poi sostituiti dai fondi di *venture capital* nelle fasi successive. Il *private equity*, invece, comprende le operazioni di investimento realizzate nelle fasi più avanzate del ciclo di vita di un'impresa, con una storia aziendale caratterizzata dalla presenza di una serie di dati più completa, quindi meno rischiose, ma anche meno redditizie: si tratta di operazioni per il capitale di sostituzione (dirette a sostituire parte dell'azionariato non più coinvolto nell'attività aziendale) e di *management buy out* (acquisizione del controllo della maggioranza o della totalità del capitale di un'impresa da parte dei suoi dirigenti, che provvedono a gestirla in proprio) o *buy in* (quando l'acquisizione avviene da parte di manager esterni alla società), di *turnaround* (per indicare gli investimenti di ristrutturazione finanziaria di imprese in crisi) e di *bridge financing* (con riferimento agli interventi finalizzati, sin dal momento della loro realizzazione, nell'accompagnare l'impresa in Borsa)²⁰.

Nella seguente tabella vengono riassunte le tipologie di investimento in capitale di rischio in relazione alle diverse fasi di sviluppo di un'impresa:

Tabella 1 - Fonti di finanziamento innovative delle PMI per fasi di sviluppo

Early stage: Seed Capital	<i>Business Angel (Venture Capital informale)</i> . Microcredito.
Early stage: Start up	<i>Business Angel e Venture Capital</i> . Microcredito
Early stage: Flussi commerciali	<i>Venture Capital</i> .
Espansione	<i>Venture Capital e Private Equity</i> . Indebitamento (prestito o garanzia).
Capitale di sostituzione	<i>Private Equity: Management Buy-Out o Buy-in, Turnaround, Bridge Financing</i> , Offerta pubblica di acquisto (IPO). Indebitamento (prestito o garanzia).

Per quanto riguarda gli strumenti impiegati dalle amministrazioni pubbliche competenti, i fondi rotativi, anche se possono assumere configurazioni e caratteristiche diverse tra loro, sono essenzialmente riconducibili a tre tipi: strumenti per la partecipazione temporanea e provvisoria al capitale di rischio di piccole e medie imprese; fondi di rotazione per concessione di finanziamenti agevolati (prestiti a tasso zero; microcrediti); fondi vincolati per la concessione di garanzie, di primo

¹⁹ È opportuno precisare che, tra gli operatori del settore e sulla stampa specializzata, *private equity* è divenuto il termine per indicare, in modo generale, "il mestiere" dell'investitore nel capitale di rischio.

²⁰ Per una rassegna delle tipologie di investimento vedere, www.business-plan.it, la sezione How to invest in Private Equity, Appendix 1 su www.bvca.co.uk, oppure la "Guida pratica al capitale di rischio", *cit.*, pagg. 16, 17.

o secondo grado, alle PMI. Questi ultimi due rientrano nella categoria “indebitamento” inclusa nella tabella sovrastante.

Prima di analizzare la attuale disciplina comunitaria sull’impiego dei Fondi Strutturali in strumenti di ingegneria finanziaria, può risultare utile dare un breve sguardo sulle principali caratteristiche di questi, per individuare in quale modo possono contribuirvi le risorse europee.

1.3.1 *Venture Capital*

L’investimento di *venture capital* viene generalmente gestito da un apposito fondo o da società private, attraverso manager professionisti che accompagnano gli investimenti con programmi di *tutoring* e consulenza; le risorse di cui dispone il fondo possono venire da svariate fonti, in particolare dagli investitori istituzionali, ossia soggetti legalmente autorizzati che investono sui mercati mobiliari (e immobiliari) per conto proprio o per conto terzi: agenzie governative, fondi pubblici, banche, fondi chiusi nazionali e internazionali, fondi pensione, compagnie assicurative, società di investimento, ecc.

Gli interventi di un fondo di *venture capital* possono consistere in partecipazioni minoritarie e temporanee (di importo non superiore al 49% del capitale sociale incrementato delle riserve, in un’ottica di medio lungo-periodo) al capitale di rischio, da assumere al momento della costituzione di una nuova impresa o in occasione di un aumento di capitale di un’impresa esistente; in alternativa, possono assumere la forma di sottoscrizioni di prestiti obbligazionari convertibili.

Per quanto riguarda la redditività delle quote di partecipazione nel fondo, il capitale privato può andare di pari passo (*pari passu*) con il capitale pubblico, oppure ricevere un trattamento preferenziale: in questo caso, viene privilegiato il rendimento del contributo privato rispetto a quello pubblico, per esempio garantendo una soglia minima o un più alto livello di remunerazione.

In linea generale, la procedura di investimento nel capitale di rischio si articola in tre fasi. Durante la fase di negoziazione si procede alla definizione degli aspetti economici, legali e societari del rapporto tra il fondo e l’impresa: valore dell’azienda, ruolo dell’investitore nel Consiglio d’Amministrazione, obblighi informativi, strategia d’uscita e clausole previste per il disinvestimento. A questo segue la fase di valutazione dell’opportunità di investimento, consistente nell’analisi dello stato attuale dell’azienda e delle sue prospettive future: questo processo, noto come *due diligence process*, è teso ad acquisire tutte le informazioni necessarie sugli aspetti finanziari, legali, fiscali e di mercato dell’impresa, per avere una “giusta diligenza” nella conclusione e gestione dell’investimento. La procedura si chiude con la conclusione della trattativa e l’esecuzione del contratto: da questo momento l’investitore e l’impresa diventano soci e lavorano insieme per massimizzare la creazione di valore.

Dopo aver assunto la partecipazione nell’impresa, l’investitore richiede un’informativa dettagliata e costante per tenere sotto controllo l’andamento della società e individuare tempestivamente i problemi; il monitoraggio dell’investimento viene effettuato su gran parte degli aspetti che caratterizzano la vita dell’azienda, sia attraverso l’analisi costante di alcuni indicatori economico-reddituali, che partecipando alle riunioni del Consiglio di Amministrazione. È importante sottolineare che il fondo non intende sostituirsi all’imprenditore nelle scelte operative del *management*, ma essere coinvolto nelle scelte strategiche e nell’analisi dell’andamento dell’impresa²¹.

Abbiamo visto che l’investitore istituzionale nel capitale di rischio rappresenta un socio temporaneo dell’imprenditore, interessato a monetizzare il proprio investimento e a realizzare un guadagno di capitale attraverso la vendita della partecipazione, una volta raggiunti gli obiettivi prefissati. In funzione dello sviluppo della società, dunque, il fondo richiederà di vendere la propria quota di partecipazione nella PMI. Se il finanziamento produce reddito, a seguito dell’espansione dell’azienda e dell’aumento del valore delle azioni, i meccanismi d’uscita possono prevedere la vendita privata dell’investimento all’impresa o a un altro investitore, così come una offerta pubblica di acquisto (IPO). Tali forme di disinvestimento possono offrire un’elevata redditività,

²¹ Per un’analisi dettagliata del processo di investimento si può vedere “A guide to Private Equity”, *cit.*

proporzionalmente all'elevato rischio: se l'impresa però produce risultati non soddisfacenti, il percorso di uscita dal finanziamento potrebbe rivelarsi problematico.

1.3.2 *Business angels*

I *business angel* (*venture capital* informale) giocano un ruolo importante con l'apporto di capitale proprio, solitamente di bassa intensità, nelle prime, delicate fasi di vita delle PMI, quando l'intervento risulta ancora prematuro anche per i normali fondi di capitale di rischio: in media, infatti, la redditività attesa da queste operazioni è inferiore al minimo richiesto da fondi istituzionali, mentre il grado di rischio che comportano è superiore²². Questi operatori, quindi, potrebbero contribuire in maniera determinante a colmare quel divario nel finanziamento delle imprese dovuto al fallimento del mercato (*Equity gap*), che vedremo essere fondamentale per legittimare il ricorso ai Fondi Strutturali per finanziare misure di ingegneria finanziaria.

I *business angel* sono tipicamente persone fisiche di alto profilo professionale e imprenditori altamente motivati, che desiderano investire parte dei propri fondi derivati da plusvalenze in nuove speculazioni: la sua natura informale è dovuta al fatto che questa forma di investimento non trova canalizzazione in alcun mercato regolamentato, né è disciplinata da alcun quadro normativo, ma nasce sulla base della fiducia, della convenienza e dell'apprezzamento reciproco tra investitore e imprenditore. Insieme all'apporto di capitale di rischio, il *business angel* contribuisce al rafforzamento dell'impresa anche mediante il contributo della propria esperienza, nonché di conoscenze di carattere gestionale, imprenditoriale e finanziario, secondo modalità stabilite di comune accordo con l'imprenditore. Al termine dell'investimento, secondo quanto pattuito, è previsto un meccanismo di uscita attraverso la vendita della quota azionaria detenuta dal *business angel* direttamente all'impresa o a terzi, incluso a fondi di capitale di rischio: il guadagno dell'investitore sta nell'eventuale espansione della PMI che ha aumentato il valore della sua quota di azioni.

I *business angel* possono organizzarsi in reti, ossia, strutture create per mettere in contatto i potenziali investitori con le PMI che necessitano finanziamenti; queste, di norma, non si occupano di analizzare le potenzialità dell'investimento, compito che in genere spetta all'investitore e alla PMI prima di giungere a un accordo. Le reti possono richiedere una quota sugli accordi raggiunti o una quota di iscrizione.

I programmi di sviluppo regionale possono intervenire migliorando i meccanismi che consentono di mettere in contatto le PMI in cerca di capitali o di consulenza con i *business angel* che desiderano realizzare investimenti. In alcune regioni, le reti per mettere in contatto la domanda con l'offerta sono già operative e alcune di esse sono finanziate da enti regionali²³: dal punto di vista degli enti pubblici, i programmi di sostegno dei *business angel* aumentano la disponibilità di capitale di rischio e di consulenza per le imprese, con costi limitati per i fondi pubblici.

L'UE, come pure vari programmi a livello nazionale, fornisce assistenza nella creazione di reti di *business angel*: per quanto riguarda il supporto attraverso i Fondi Strutturali, a differenza dei fondi di capitale di rischio, questo non considera la copartecipazione a investimenti realizzati da *business angel*, piuttosto si sostanzia in finanziamenti in conto capitale o prestiti rimborsabili per la creazione e lo sviluppo di reti (in genere questi aiuti rientrano nei limiti della regola del *de minimis*²⁴); a livello nazionale, invece, possono esistere incentivi per l'investitore sotto forma di sgravi fiscali. Il ruolo

²² Cfr. "Innovative instruments for raising equity for SMEs in Europe. Final Report", prepared by Bannock Consulting for DG Enterprise of the European Commission, June 2001, pagg. 7,8.

²³ A livello europeo è attivo il European *Business Angel* Network (EBAN), con il supporto della Commissione Europea, www.eban.org. In Italia esiste il Network Italiano di *Business Angel* (IBAN), mentre reti a livello regionale sono attive su tutto il territorio nazionale: per un elenco consultare www.iban.it alla voce soci.

²⁴ La regola del *de minimis* stabilisce che siano dispensati dall'obbligo di notifica alla Commissione tutti gli aiuti statali per un ammontare massimo di 100.000 Euro a ciascuna impresa nell'arco di un periodo di 3 anni. Vedere il Regolamento (CE) n. 69/2001 della Commissione del 12 gennaio 2001, *Gazzetta Ufficiale delle CE*, L 10, 13.1.2001, pag. 30.

degli enti pubblici, infatti, dovrebbe limitarsi al cofinanziamento dei costi di avviamento e di gestione della rete, piuttosto che contribuire ai fondi di investimento stessi; questo tipo di interventi, inoltre, dovrebbe teoricamente far parte di un pacchetto integrato di misure che incoraggino lo sviluppo di una cultura di imprenditorialità e la propensione all'investimento, condizioni ambientali necessarie per la nascita di nuove imprese²⁵.

1.3.3 Prestiti partecipativi

I prestiti partecipativi, già abbastanza diffusi a livello regionale, sono uno strumento finanziario nella forma di debito subordinato che consente all'impresa di indebitarsi, a fronte di un piano di incremento patrimoniale, per realizzare programmi di investimento e di sviluppo produttivo e occupazionale, di ampliamento dell'impresa e di introduzione di innovazioni tecnologiche, che ne migliorino sensibilmente i risultati economici e ne accrescano il valore.

Il prestito partecipativo si configura come un rapporto triangolare tra l'intermediario finanziario, l'impresa finanziata ed i terzi coobbligati, di norma i soci dell'azienda finanziata, collocandosi tra la forma di prestito e la partecipazione in capitale di rischio. Brevemente, il prestito partecipativo è volto ad anticipare all'impresa, sulla base di un predeterminato programma di attività, le risorse per un futuro aumento di capitale sociale, sotto forma di prestito: questo viene restituito al fondo in rate costanti da versare nell'arco della durata del finanziamento. Infatti, mentre la società affidata è obbligata al pagamento dei soli interessi sul prestito, i soci sono tenuti in via principale al rimborso delle quote capitale, le quali vengono iscritte nel bilancio come anticipazione in conto aumento di capitale o come conferimento al capitale sociale stesso: l'aumento di capitale può essere effettuato con l'accantonamento degli utili netti d'esercizio o con l'apporto di denaro fresco da parte dei soci attuali o futuri. Il prestito viene concesso solo se assistito da valide garanzie personali dei soci, richieste a fronte del rimborso per capitale e interessi, nonché dell'impegno a sottoscrivere l'aumento di capitale sociale. Questo strumento, quindi, deve essere inteso come un "finanziamento-ponte" in conto futuro aumento del capitale sociale.

Una caratteristica di questa operazione sta nel fatto che il rimborso in conto interessi viene, per una parte che può risultare significativa, commisurata ai risultati economici dell'impresa finanziata. L'onere finanziario è dato dalla somma di due componenti: un interesse annuo sulla base di un tasso minimo; una partecipazione all'utile netto d'esercizio misurata in una percentuale (in genere non superiore all'1%) del capitale residuo del prestito partecipativo.

Per il finanziatore si tratta di un'operazione a medio termine, che presenta un rischio elevato ed un'alta remunerazione attesa; all'impresa consente, invece, di utilizzare in misura maggiore la leva finanziaria a condizioni sempre vantaggiose rispetto ai propri risultati economici: l'impresa ottiene subito le risorse necessarie alla propria operatività, mentre i soci dilazionano nel tempo l'impegno finanziario derivante dall'aumento del capitale.

1.3.4 Capitale di prestito

Prestiti rimborsabili

Come vedremo più avanti, questo tipo di interventi rappresenta, insieme alle garanzie, l'esempio più largamente diffuso dell'impiego dei Fondi Strutturali per alimentare fondi rotativi regionali. I prestiti rimborsabili cercano di evitare di sostituirsi alla concessione tradizionale di credito: se una impresa mutualitaria, infatti, può ottenere finanziamenti da altre fonti di libero mercato, dovrebbe percorrere quella strada, di conseguenza le imprese con minore rischio di credito (incluse quelle che possono offrire garanzie) saranno probabilmente escluse. Il problema critico è proprio la valutazione del merito di credito del mutualitario, in genere affidata ad una istruttoria tecnico-legale

²⁵ Cfr. "Guida al finanziamento del capitale di rischio nella politica regionale", DG Politica Regionale della Commissione Europea, ottobre 2002, pagg. 18 e seg.

specifica condotta per conto dell'ente regionale: l'obiettivo è individuare i mutuatari più appropriati nel gruppo di imprese restanti, rimaste escluse per cause riconducibili a un fallimento del mercato.

Sempre riguardo alle carenze del mercato, relativamente al finanziamento di certi gruppi sociali, il supporto dei Fondi Strutturali è disponibile per fondi di credito rimborsabile anche al fine di raggiungere obiettivi specifici di carattere sociale, solitamente con accordi meno improntati alla logica di mercato rispetto ai segmenti economici più grandi: esempi possono essere il miglioramento del livello di partecipazione degli imprenditori donne, giovani, immigrati o minoranze etniche, oppure il sostegno ai secondi tentativi imprenditoriali²⁶.

L'agevolazione consiste in un aiuto rimborsabile a tasso zero entro il limite di una determinata percentuale variabile dei costi riconosciuti ammissibili e, solitamente, di un ammontare massimo. Il valore nominale dell'aiuto concesso è pari al totale degli interessi che gravano su un'operazione di finanziamento analoga, determinati al tasso di riferimento ministeriale per il settore vigente alla data di ammissione del progetto: è questo l'importo che rileva ai fini del rispetto della normativa europea sugli aiuti di Stato²⁷. Giunti alla scadenza del prestito, è previsto un piano di rientro di durata variabile, durante il quale il rimborso dell'aiuto avviene attraverso rate periodiche.

Microcrediti

All'estremità inferiore del mercato dei prestiti, i programmi di credito entrano nell'ambito del microcredito. Il segmento dei microcrediti è relativamente nuovo nello scenario finanziario europeo: si tratta di un prodotto inteso a facilitare l'accesso a finanziamenti di modesta entità per microimprese, lavoratori autonomi e gruppi sociali svantaggiati.

Queste imprese non sono in grado, di norma, di accedere alla rete di distribuzione bancaria tradizionale, a causa dell'importo contenuto del finanziamento, generalmente inferiore ai 25.000 Euro, degli elevati costi per la valutazione del credito, della bassa redditività dell'operazione e dell'alto tasso di rischio connesso alla fase di avviamento del ciclo di vita dell'impresa. Nelle conclusioni di una relazione della Commissione sulle prassi ottimali nell'ambito dei microprestiti, inoltre, si legge che le carenze nella concessione di microprestiti riguardano soprattutto nuovi imprenditori che siano disoccupati, di genere femminile o appartenenti a minoranze etniche. Si configura dunque un'altra evidente fattispecie di fallimento del mercato che condiziona non solo la nascita e lo sviluppo di nuove imprese, ma riguarda anche processi di integrazione sociale²⁸.

I programmi di microfinanziamento sono comunemente impiegati, nei Paesi in via di sviluppo, nell'ambito della finanza etica o, in alcuni Paesi europei, come strumento per garantire un maggiore inserimento sociale; per quanto riguarda l'argomento di questa ricerca, il sostegno a programmi regionali di microcredito, con la partecipazione dei Fondi Strutturali, può rappresentare una valida alternativa, da sviluppare parallelamente alle reti di *business angels* e ai fondi di *venture capital*, in quanto si potrebbe facilmente inserire nello stesso vuoto di mercato, coprendo però la domanda di finanziamenti di forma tradizionale (senza cioè partecipazioni azionarie)²⁹. La Commissione raccomanda agli Stati membri di migliorare il contesto legislativo e finanziario affinché gli istituti che concedono microprestiti possano reperire fondi e fornire più facilmente microfinanziamenti alle imprese in fase di avviamento e alle piccole imprese: in tal senso possono concorrere le risorse della politica regionale europea, alimentando opportuni fondi rotativi all'interno dei relativi programmi operativi, anche con la partecipazione di capitale privato, oppure attraverso la costituzione di appositi fondi di garanzia³⁰.

²⁶ *Ibidem*, pagg. 22 e seg.

²⁷ In questa sede fanno riferimento il già citato Regolamento n. 69/2001 sul *de minimis* e il Regolamento (CE) n. 70/2001 della Commissione del 12 gennaio 2001, Gazzetta Ufficiale delle CE, L 10, 13.1.2001, contenente i criteri dell'esenzione di categoria per le PMI in materia di aiuti di Stato.

²⁸ Cfr. DG Enterprise of the European Commission, "Microcredit for small business and business creation: bridging a market gap", November 2003.

²⁹ Cfr. "Microcredit for European small business", SEC(2004)1156, Bruxelles, 11.09.2004.

³⁰ Cfr. COM(2003) 713, *cit.*, pagg. 9 e seg.

1.3.5 Programmi di garanzia

I fondi di garanzia sono l'altra variante più comunemente utilizzata di fondi rotativi: in questo settore le risorse della politica regionale europea sono state inserite in una pratica di agevolazioni al finanziamento già sviluppata.

Una garanzia è un impegno concesso da un terzo attore, che lo vincola dal punto di vista legale a coprire la quota rimanente di un prestito, inclusi gli interessi non pagati, in caso di inadempienza del mutuatario principale. I Fondi o le associazioni di garanzia emettono garanzie in favore delle imprese per consentire loro l'accesso al finanziamento esterno, a fronte di un contenuto tasso di interesse e di una commissione che copra i rischi e i costi amministrativi e di gestione: in genere, per la concessione da parte delle banche convenzionate di operazioni di credito a medio e lungo termine, di *leasing*, di credito a breve termine e di *factoring*. Il tasso di indebitamento è abbastanza alto: in media il moltiplicatore, che determina il valore massimo delle operazioni garantibili, è pari a 10 volte la dotazione del fondo, mentre il tasso di inadempienza risulta contenuto. I fondi cofinanziati dalle risorse europee operano in maniera rotativa: le risorse liberate per l'estinzione delle operazioni garantite (andate a buon fine) sono riutilizzate per garantirne altre.

Le garanzie sono uno strumento finanziario utile nei casi in cui le PMI non siano in grado di fornire al mutuante, generalmente una banca o una società di leasing, le necessarie garanzie collaterali per accedere al finanziamento a condizioni ragionevoli. Questo tipo di strumento, infatti, si basa sul principio della condivisione del rischio tra gli istituti che erogano il prestito e le associazioni di garanzia, che coprono in genere tra il 40 e l'80% del valore del prestito, riducendo in modo significativo il livello di rischio a carico dell'istituto creditizio. Le operazioni garantite hanno una forma tecnica, una durata e un importo che non sono definiti a priori, ma dipendono dall'affidabilità dell'impresa e dall'operatività delle banche convenzionate³¹.

Di particolare interesse sono le forme di garanzia sugli interventi di capitale di rischio: questi strumenti, che possono avvalersi del cofinanziamento del FESR, ma ancora non molto sviluppati nelle politiche regionali, possono dare un importante contributo allo sviluppo dell'offerta nel mercato dei *venture capital*, in particolare per quanto riguarda la raccolta dei capitali da investire. In questo caso, la garanzia viene prestata in favore di investitori o di fondi di capitale di rischio a copertura di una parte delle perdite legate agli investimenti, andando a ridurre il livello di rischio a carico degli investitori privati e aumentando l'appetibilità di questa forma di investimento.

Esistono, infine, fondi di garanzia di secondo grado, che concedono contro-garanzie sugli impegni presi da altri fondi di primo grado, un esempio di questo tipo è il supporto del Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI): in tal caso il rischio è suddiviso tra l'istituto di credito, il fondo di garanzia e il contro-garante. Nella maggior parte dei casi quest'ultimo non richiede alcun contributo al fondo di garanzia primario.

³¹ Cfr. "Guida al finanziamento del capitale di rischio nella politica regionale", *cit.*, pagg. 30 e seg.

CAPITOLO 2

Per quanto riguarda il periodo di programmazione corrente, 2000-2006, la Commissione, fin dal Regolamento 1260/99, ha incoraggiato gli Stati membri a impiegare le risorse dei Fondi Strutturali per cofinanziare gli strumenti di ingegneria finanziaria, come i prestiti rimborsabili e partecipativi, i fondi di garanzia, i fondi di *venture capital*; le indicazioni contenute nella regolamentazione dei Fondi Strutturali riprendono le esperienze maturate nel corso del periodo precedente, terminato nel 1999, dove erano già stati creati alcuni esempi di fondi con meccanismo di rotazione: soprattutto le garanzie e le varianti di prestito.

Questi strumenti, alcuni dei quali già esistenti nelle politiche regionali di agevolazioni alle imprese, hanno subito dimostrato la loro capacità in termini di ampiezza degli interventi finanziabili rispetto alle sovvenzioni a fondo perduto, benché meno appetibili per il territorio. In particolare, alla fine del periodo di programmazione, le risorse dovrebbero risultare liberate dalla loro origine europea, in quanto spese e rendicontate, e quindi a completa disposizione dell'Amministrazione Pubblica competente; più controversa appare, in quanto non approfondita nella normativa della Commissione, la questione se tali risorse debbano rimanere sottoposte ai vincoli europei circa la loro destinazione e utilizzo.

2.1 Regolamento n. 1260/1999

L'atto principale è il Regolamento n.1260/1999 del Consiglio, che definisce le disposizioni generali sui Fondi Strutturali: al suo interno sono previste alcune norme che riguardano l'impiego delle risorse europee in fondi rotativi, compresi strumenti più propriamente di ingegneria finanziaria. Già al considerando n. 40 viene precisato che «per potenziare l'effetto sinergico delle risorse comunitarie, favorendo *il massimo ricorso a fonti di finanziamento private* e per tenere più adeguatamente conto della redditività dei progetti, è opportuno *diversificare le forme di aiuto dei Fondi strutturali*, differenziare i tassi d'intervento per promuovere l'interesse comunitario, per *incoraggiare l'utilizzo di risorse finanziarie diversificate* e per limitare la partecipazione dei Fondi sollecitando il *ricorso a forme di aiuto appropriate*»³². Per potenziare la sinergia delle risorse comunitarie, dunque, il Regolamento indica la necessità da un lato, di rafforzare al massimo il cofinanziamento proveniente da fonti private: questo si riferisce sia al contributo apportato dal soggetto che pone in essere il progetto, in sede di attuazione, sia al concorso di fonti private alle risorse complessive a disposizione per determinate misure. Dall'altro lato, occorre differenziare le forme di aiuto dei Fondi Strutturali, scegliendo tra il fondo perduto e le diverse tipologie di strumenti rotativi in considerazione delle caratteristiche del tipo di programma che si vuole realizzare.

Quest'ultima questione è ripresa nell'articolo 10, al secondo comma, dove viene ulteriormente specificato che «nell'intento di potenziare al massimo l'effetto trainante delle risorse di bilancio utilizzate ricorrendo agli strumenti finanziari adeguati, gli interventi comunitari sotto forma di sovvenzioni possono essere opportunamente combinati con i prestiti e le garanzie»³³.

Nell'ambito della determinazione della partecipazione finanziaria dei Fondi Strutturali, vengono precisate le forme che questa può assumere. Secondo il disposto dell'articolo 28, al comma 3, per quanto riguarda l'attuazione delle misure contenute nel Programma Operativo (o nel DocUP), «la partecipazione dei Fondi assume principalmente la forma di aiuto non rimborsabile (in prosieguo:

³² Regolamento (CE) n. 1260/1999 del Consiglio del 21 giugno 1999, Gazzetta Ufficiale delle CE, L161/1, 26.6.1999, considerando n. 40.

³³ *Ibidem*, art. 10, comma 2.

«aiuto diretto»), ma anche altre forme, segnatamente aiuto rimborsabile, abbuono d'interessi, garanzia, assunzione di partecipazioni, partecipazione al capitale di rischio o altro tipo di finanziamento».

A questo riguardo, il Regolamento n.1783/1999, relativo alla disciplina del Fondo Europeo di Sviluppo Regionale, all'articolo 2 stabilisce che il FESR partecipa al finanziamento dello sviluppo locale, dell'occupazione e dell'attività delle PMI attraverso, tra gli altri, «il miglioramento delle possibilità di accesso delle aziende al finanziamento ai sensi dell'articolo 28 del regolamento (CE) n. 1260/1999», riferendosi agli strumenti diversi dagli «aiuti diretti»³⁴.

Ai sensi del primo comma dell'articolo 29 del Regolamento 1260, l'intervento delle risorse europee è modulato in funzione a diversi elementi, che ne determinano il tasso di partecipazione alle spese programmate nelle regioni: tra questi il punto f) menziona «l'impiego ottimale delle risorse finanziarie nei piani di finanziamento», inclusa la combinazione di risorse pubbliche e private, il ricorso a strumenti finanziari e a forme di finanziamento diversi dalle sovvenzioni dirette.

Al terzo comma, l'articolo 29 stabilisce i limiti generali della partecipazione dei Fondi Strutturali come segue: il 75% al massimo del costo totale ammissibile e, di norma, almeno il 50% delle spese pubbliche ammissibili, per le misure attuate nelle regioni interessate dall'obiettivo 1; il 50% al massimo del costo totale ammissibile e, di norma, almeno il 25% delle spese pubbliche ammissibili, per le misure attuate nelle regioni interessate dagli obiettivi 2 o 3³⁵. Nel caso d'investimenti nelle imprese, naturalmente, la partecipazione dei Fondi rispetta i massimali di intensità dell'aiuto e di cumulo decisi in materia di aiuti di Stato³⁶.

Nel caso di interventi che comportano il finanziamento di investimenti generatori di entrate, il quarto comma prescrive che il contributo dei Fondi deve rispettare, sia nel caso di infrastrutture, che di aiuti alle imprese, dei tassi di partecipazione ridotti rispetto alla norma generale. Il punto iii) contiene un importante incentivo per il ricorso a strumenti di ingegneria finanziaria in questo tipo di interventi, precisando che «a tali tassi può essere applicata una maggiorazione destinata a forme di finanziamento diverse dagli aiuti diretti; tale maggiorazione non può comunque essere superiore al 10% del costo totale ammissibile»³⁷.

2.2 Regolamento n. 1685/2000

La disciplina viene di seguito integrata con un Regolamento attuativo della Commissione, il n.1685/2000, dell'appena visto regolamento generale del Consiglio, recante le disposizioni di applicazione circa l'ammissibilità delle spese concernenti le operazioni cofinanziate dai Fondi strutturali, compresi i fondi per mutui e capitali di rischio e i fondi di garanzia; a livello comunitario vengono stabilite una serie di norme comuni, con l'obiettivo di garantire, all'interno dell'Unione, un'applicazione uniforme ed equa di tali Fondi per il periodo 2000-2006³⁸.

In merito all'ammissibilità delle spese, il regolamento generale sui Fondi Strutturali prevede che alle spese ammissibili si applichino le norme nazionali pertinenti a meno che, ove necessario, la Commissione decida di adottare norme comuni, come in questo caso. Occorre precisare che una spesa è considerata ammissibile quando essa si colloca tra il termine iniziale di ammissibilità (la data

³⁴ Regolamento (CE) n. 1783/1999 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 luglio 1999, Gazzetta Ufficiale delle CE, L 213, 13.8.1999, articolo 2, comma 1, lettera c), numeri iii) e iv).

³⁵ Regolamento (CE) n. 1260/1999, *cit.*, art. 29, comma 3.

³⁶ Per quanto riguarda gli aiuti di Stato per le piccole e medie imprese, Regolamento (CE) n. 70/2001 del 12 gennaio 2001, Gazzetta Ufficiale delle CE, L 10, 13.1.2001, modificato dal Regolamento (CE) n. 364/2004 del 25 febbraio 2004, Gazzetta Ufficiale delle CE, L 63, 28.2.2004; per la regola del *de minimis* Regolamento della Commissione (CE) n. 69/2001 del 12 gennaio 2001, Gazzetta Ufficiale delle CE, L 10, 13.1.2001. Per gli Orientamenti in materia di aiuti di Stato a finalità regionale: Gazzetta Ufficiale delle CE, C 74, 10.3.1998 e Gazzetta Ufficiale delle CE, C 258, 9.9.2000.

³⁷ Regolamento (CE) n. 1260/1999, *cit.*, art. 29, comma 4.

³⁸ Regolamento (CE) n. 1685/2000 della Commissione del 28 luglio 2000, Gazzetta Ufficiale delle CE L 193, 29.7.2000.

in cui la Commissione ha ricevuto la richiesta di finanziamento) ed il termine ultimo di ammissibilità (la data fissata dalla Commissione nella decisione di concedere il contributo dei fondi).

Prima di tutto, il regolamento chiarisce, al secondo comma della norma n. 2, che le entrate generate nell'ambito delle misure di ingegneria finanziaria (tassi d'interesse, commissioni, partecipazioni, ecc.) non sono considerate entrate ai sensi dell'articolo 29, paragrafo 4, per cui viene ridotto l'importo del cofinanziamento dei Fondi strutturali richiesto per l'operazione in questione³⁹.

La norma n. 8 si occupa dei fondi per mutui e capitali di rischio, precisando che i Fondi Strutturali possono cofinanziare tali strumenti, così come i fondi di partecipazione in capitale di rischio. Ai fini della disciplina comunitaria, per «Fondi di capitale di rischio e fondi per mutui» si intende strumenti di investimento appositamente istituiti per fornire capitale o altre forme di capitale di rischio, inclusi mutui, alle piccole e medie imprese, mentre per «Fondi di partecipazione in capitale di rischio» si intende fondi costituiti per l'investimento in diversi fondi di finanziamento e di capitale di rischio; in quest'ultimo caso, la partecipazione dei Fondi Strutturali a tali fondi può essere accompagnata da coinvestimenti o garanzie da parte di altri strumenti di finanziamento comunitari⁴⁰.

Al secondo comma, la Commissione specifica le condizioni alle quali sono subordinate queste forme di intervento. Anzitutto, il fondo in cui confluiscono le risorse comunitarie deve essere costituito come entità giuridica indipendente disciplinata da accordi fra gli azionisti, oppure come un capitale in seno ad un'istituzione finanziaria già esistente. In quest'ultimo caso, per esigenze di trasparenza nella gestione delle risorse della politica regionale, «il fondo deve essere oggetto di una convenzione di attuazione specifica, che preveda in particolare una contabilità separata che distingua le nuove risorse investite nel fondo (incluse quelle investite dai Fondi Strutturali) da quelle inizialmente esistenti nell'istituzione»⁴¹. Inoltre, è stabilito che «la Commissione non può, in nessun caso, diventare socio o azionista del fondo»⁴².

In secondo luogo, i cofinanziatori del fondo sono tenuti presentare «un piano di attività prudente che precisi, fra l'altro, il mercato dove opera il fondo, i criteri e le condizioni del finanziamento, il bilancio di esercizio del fondo, la proprietà e i soci cofinanziatori, la professionalità, la competenza e l'indipendenza del personale dirigente, lo statuto del fondo, la giustificazione e il previsto utilizzo del contributo dei Fondi Strutturali, la politica di uscita dagli investimenti e le disposizioni di liquidazione del fondo, incluso il reimpiego delle entrate attribuibili al contributo dei Fondi Strutturali»; questo piano di attività deve essere attentamente valutato e la sua applicazione sorvegliata sotto la responsabilità della autorità di gestione⁴³.

I fondi così costituiti o partecipati possono investire esclusivamente in PMI al momento della fondazione, nelle prime fasi di vita (incluso il capitale di crescita) o durante l'espansione; al contempo possono rivolgersi solo ad attività giudicate potenzialmente efficienti da un punto di vista economico, non potendo i fondi investire in imprese in difficoltà, ai sensi degli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione delle imprese in difficoltà⁴⁴. Inoltre, la partecipazione dei fondi è soggetta ai massimali definiti nella normativa generale sui Fondi Strutturali, all'articolo 29, commi 3 e 4, sopra riportati.

I costi di gestione dei fondi non possono superare il 5% del capitale versato in media annuale per la durata dell'intervento a meno che, in seguito ad una gara di appalto, si renda necessaria una percentuale più elevata.

³⁹ *Ibidem*, Norma n. 2, Allegato.

⁴⁰ *Ibidem*, Norma n. 8, comma 1, Allegato.

⁴¹ *Ibidem*, Norma n. 8, comma 2.2, Allegato.

⁴² *Ibidem*, Norma n. 8, comma 2.3, Allegato.

⁴³ *Ibidem*, Norma n. 8, comma 2.1, Allegato.

⁴⁴ Comunicazione della Commissione -- Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà, Gazzetta Ufficiale delle CE, C 288, 9.10.1999 e successiva modifica, Gazzetta Ufficiale C 244 del 01.10.2004.

Infine, in quanto regimi di aiuto, «devono essere prese le misure necessarie per ridurre al minimo le distorsioni di concorrenza sul mercato dei finanziamenti o dei capitali di rischio». In questo senso, «i rendimenti ottenuti dagli investimenti di capitali e dai prestiti (detratta una quota pro-rata dei costi di gestione) possono essere destinati in via preferenziale agli azionisti privati fino al livello di remunerazione stabilito nel contratto e successivamente devono essere ripartiti equamente fra tutti gli azionisti e i Fondi Strutturali». Per quanto concerne i rendimenti attribuibili ai contributi delle risorse europee, questi devono essere riutilizzati per le attività di sviluppo di PMI nella stessa area ammissibile. Naturalmente, i Fondi Strutturali e gli altri contributi pubblici ai fondi, nonché gli investimenti effettuati dai fondi nelle singole PMI, sono soggetti alle norme sugli aiuti di Stato⁴⁵.

La Commissione raccomanda, all'ultimo comma, l'applicazione non vincolante di alcune regole di buona pratica: il rispetto di queste raccomandazioni viene considerato un elemento positivo al momento di esaminare la compatibilità del fondo creato o partecipato con le norme sugli aiuti di Stato, mentre le stesse non sono intese vincolanti ai fini della ammissibilità della spesa. Secondo la posizione della Commissione: il contributo finanziario del settore privato deve essere considerevole ed in ogni caso superiore al 30%; la partecipazione nelle imprese restano normalmente minoritarie e dovrebbero perseguire l'obiettivo di realizzare tutti gli investimenti entro la durata di vita del fondo; la scadenza dei versamenti di capitale nel fondo dovrebbe essere la stessa per i Fondi Strutturali e per gli azionisti; i fondi dovrebbero essere sufficientemente ampi e riguardare un numero di beneficiari sufficientemente elevato da poter essere economicamente efficienti, con una scala temporale per gli investimenti compatibile con il periodo di partecipazione dei Fondi Strutturali e concentrarsi su aree di insufficienza del mercato; la credibilità e la professionalità del personale di gestione, scelto di preferenza sulla base di una procedura di selezione competitiva, devono essere impeccabili⁴⁶.

La successiva norma n. 9 si occupa del cofinanziamento dei fondi di garanzia. Questi sono definiti come «strumenti di finanziamento che garantiscono fondi per capitale di rischio e per mutui ai sensi della norma n. 8 e regimi di finanziamento del rischio delle PMI (inclusi mutui) nei confronti delle perdite derivanti dai loro investimenti in piccole e medie imprese». I fondi possono essere Fondi comuni a sostegno pubblico sottoscritti da PMI, fondi gestiti commercialmente con partecipanti del settore privato o fondi a finanziamento totalmente pubblico. La partecipazione dei Fondi strutturali a questi fondi può essere accompagnata da garanzie parziali fornite da altri strumenti di finanziamento comunitari⁴⁷.

Le condizioni da rispettare per l'utilizzo delle risorse della politica regionale in fondi di garanzia sono, *mutatis mutandis*, le stesse che la commissione ha individuato per l'applicazione della norma n. 8: come per i fondi di capitale di rischio e i mutui, i fondi di garanzia sono costituiti come un'entità giuridica indipendente o come un capitale separato oggetto di una contabilità distinta e la Commissione non può divenirne socio o azionista. I cofinanziatori di tali fondi devono presentare un piano d'attività prudente e dettagliato, sotto la responsabilità dell'autorità di gestione.

L'eventuale quota residua del contributo dei Fondi strutturali, dopo che le garanzie siano state onorate, deve essere riutilizzata per attività di sviluppo delle PMI nella stessa area ammissibile; i fondi possono garantire soltanto investimenti in attività reputate economicamente efficienti, mentre i costi di gestione non possono superare il 2% del capitale versato su una media annuale. Anche i contributi ai fondi di garanzia, così come le garanzie fornite alle singole imprese, sono soggetti alle norme sugli aiuti di Stato⁴⁸.

⁴⁵ Regolamento (CE) n. 1685/2000, *cit.*, Norma n. 8, commi 2.6 e 2.9, Allegato.

⁴⁶ *Ibidem*, Norma n. 8, comma 3, Allegato.

⁴⁷ *Ibidem*, Norma n. 9, comma 1, Allegato.

⁴⁸ *Ibidem*, Norma n. 9, comma 2, Allegato.

2.3 Regolamento n. 448/2004

Il Regolamento n. 1685/2000 è stato modificato dalla Commissione nel corso del 2004: per quanto riguarda la partecipazione dei Fondi Strutturali agli strumenti di ingegneria finanziaria che abbiamo visto, e le condizioni alle quali è subordinata, la disciplina rimane la stessa. Un importante cambiamento per incentivare il ricorso a queste forme di aiuto è invece intervenuto relativamente alla determinazione dei pagamenti effettuati dai beneficiari finali. Al comma 1.3 della norma n. 1, la Commissione stabilisce che «i versamenti erogati ai fondi di capitale a rischio, ai fondi per mutui e ai fondi di garanzia (inclusi i fondi di partecipazione in capitale di rischio) sono considerati «spese effettivamente sostenute» ai sensi dell'articolo 32, paragrafo 1, terzo comma, del regolamento n. 1260/1999, a condizione che i fondi in questione ottemperino i requisiti di cui alle norme 8 e 9»⁴⁹: questo significa che per la determinazione delle spese effettivamente sostenute, e del relativo pagamento da parte della Commissione, tali versamenti corrispondono «a pagamenti effettuati dai beneficiari finali e giustificati da fatture quietanzate o da documenti contabili di valore probatorio equivalente»⁵⁰.

Parallelamente, secondo le previsioni delle norme n. 8 e 9, rispettivamente ai commi 2.8 e 2.7, al momento della chiusura dell'operazione, la spesa ammissibile del fondo (il beneficiario finale) consiste nel capitale del fondo investito nelle PMI o ad esse prestato, inclusi i costi di gestione sostenuti, oppure necessario a coprire, in base ad una valutazione indipendente, le garanzie fornite, comprese le spese di gestione sostenute⁵¹. Questo significa che il cofinanziamento di strumenti di ingegneria finanziaria sono spese effettivamente sostenute, per così dire, *in itinere*: giunti alla rendicontazione finale, le spese ammissibili saranno soltanto quelle corrispondenti ai finanziamenti o coperture concretamente forniti alle imprese, mentre i fondi che risultano inutilizzati vengono recuperati. La contraddizione con la norma n.1 è solo apparente: con queste misure la Commissione vuole assicurarsi che i contributi dei Fondi Strutturali destinati a strumenti di ingegneria finanziaria non rimangano inutilizzati in un fondo, bensì che siano effettivamente impiegati nel sostegno delle imprese, in particolare per colmare le insufficienze del mercato in termini di accesso ai finanziamenti. Occorre quindi prestare molta attenzione al tipo di strumento che viene attuato, in particolare in sede di studio di fattibilità, in modo da accertare la capacità del territorio di recepire tali forme di sostegno e la loro idoneità nel contesto imprenditoriale locale, per non rischiare di perdere le risorse al termine del periodo di programmazione.

Questo cambiamento rappresenta un potente incentivo per le Pubbliche Amministrazioni in considerazione della cosiddetta “regola n+2” per il disimpegno automatico: secondo l'articolo 31, secondo comma, del Regolamento generale, la quota di un impegno che non è stata liquidata mediante acconto o per la quale non è stata presentata alla Commissione una domanda di pagamento ammissibile, alla scadenza del secondo anno successivo (n+2) a quello dell'impegno (anno n) è disimpegnata automaticamente dalla Commissione e la partecipazione dei Fondi all'intervento in questione viene ridotta della misura corrispondente. In parole povere, se nell'anno 2000 è stata impegnata una determinata somma a favore di un dato programma, tale programma deve rendicontare entro il 2002 un livello di spesa tale da “esaurire” la somma impegnata. Le risorse che non vengono spese entro tale termine saranno disimpegnate dalla Commissione: per un certo numero di progetti verrebbero così a mancare, insieme alle risorse comunitarie, anche quelle statali corrispondenti, con la conseguenza di notevoli problemi per il loro finanziamento e conclusione.

Le modifiche introdotte con il Regolamento n. 448 permettono alle Amministrazioni titolari di rendicontare l'intera disponibilità impegnata nella misura di capitale di rischio con la costituzione del fondo e la liquidazione delle risorse, senza dover aspettare che il Fondo finanzi concretamente le imprese: questo è un notevole aiuto per la creazione di questi strumenti, caratterizzati da una

⁴⁹ Regolamento (CE) n. 448/2004 della Commissione del 10 marzo 2004, Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea L72/66, 11.3.2004.

⁵⁰ Regolamento (CE) n. 1260/1999, *cit.*, art. 32, paragrafo 1, comma 3.

⁵¹ Regolamento (CE) n. 448/2004, *cit.*, Norma n. 8, comma 2.8, e Norma n. 9, comma 2.7.

certa difficoltà per la loro attivazione, soprattutto in termini temporali, con il concreto rischio di non rispettare la suddetta regola e perdere le risorse. Allo stesso modo, rappresenta un importante incentivo alla scelta di queste forme di finanziamento rispetto ad altre che potrebbero non spendere in tempo le risorse.

2.4 Comunicazione su “Aiuti di Stato e capitale di rischio”

All'interno della programmazione dei Fondi Strutturali per il periodo 2000-2006, la Commissione europea ha dato un notevole impulso agli Stati membri per diversificare la gamma di strumenti finanziari e le misure di sostegno economico con capitale pubblico, mediante l'utilizzo di tecniche di ingegneria finanziaria. Trattandosi di contributi pubblici, comunitari e nazionali, i provvedimenti sopra considerati sollevano inevitabilmente la questione della loro compatibilità, come già accennato, con gli articoli del Trattato che in materia di concorrenza disciplinano gli aiuti di Stato.

Proprio nell'ambito della politica di concorrenza, la Commissione ha emesso nel 2001 la Comunicazione su “Aiuti di Stato e capitali di rischio”; non si tratta in questo caso di un atto normativo con effetti cogenti, bensì di un cosiddetto atto atipico, nel quale vengono indicati i criteri che la Commissione intende seguire nel valutare la compatibilità degli interventi pubblici con l'articolo 87 del Trattato. Lo scopo è di illustrare in che modo si intenda applicare la definizione di aiuti di Stato ai provvedimenti volti a fornire o promuovere il capitale di rischio, nonché di introdurre nuovi criteri sulla base dei quali possano essere autorizzati tali provvedimenti nel caso in cui costituiscano aiuti di Stato⁵².

La Commissione, anzitutto, ha riconosciuto che «la funzione dei finanziamenti pubblici consiste unicamente nel porre rimedio alle manchevolezze riscontrabili sui mercati»⁵³, considerato il fatto che l'offerta di capitali di rischio è fondamentalmente un'attività commerciale, che comporta quindi decisioni commerciali. Le condizioni economiche e di bilancio, inoltre, sono tali per cui non pare possibile, né opportuno, ricorrere ai soli fondi pubblici per promuovere in tutta la misura necessaria quello sviluppo del settore dei capitali di rischio auspicato dalla Comunità in più documenti. Quindi, sotto l'aspetto della concorrenza, i finanziamenti a favore del capitale di rischio sollevano la questione dell'atteggiamento generale assunto dalla Commissione nei confronti degli aiuti di Stato, con riferimento alle finalità essenzialmente commerciali ed al fatto che il beneficiario sia per definizione il settore privato.

In primo luogo, analogamente a quanto avviene per altre forme di interventi pubblici, al momento di decidere se destinare fondi pubblici o autorizzarne l'impiego in favore di provvedimenti volti a promuovere il capitale di rischio, le autorità nazionali e comunitarie dovrebbero limitare, in tutta la misura del possibile, le tre seguenti categorie di rischi, distinte ma tra loro collegate:

- a) il rischio che i vantaggi conseguiti dai beneficiari (investitori o imprese) determinino un'indebita distorsione che penalizza i loro concorrenti nel mercato interno;
- b) il cosiddetto rischio del «peso morto», o la mancanza di un effetto incentivante; talune imprese che beneficiano di provvedimenti finanziati mediante fondi pubblici sarebbero state comunque in grado di ottenere finanziamenti alle stesse condizioni: quando ciò si verifica, si ha un impiego non necessario delle risorse pubbliche;
- c) il rischio dello «spiazzamento»: l'esistenza di provvedimenti finanziati con fondi pubblici potrebbe scoraggiare altri investitori potenziali dal mettere a disposizione capitali⁵⁴.

In secondo luogo, occorre identificare il potenziale beneficiario degli aiuti. A differenza delle sovvenzioni o dei prestiti, le soluzioni ideate per promuovere il capitale di rischio sono più

⁵² Comunicazione della Commissione “Aiuti di stato e capitale di rischio”, Gazzetta Ufficiale delle CE C 235/3, 21.8.2001.

⁵³ Relazione provvisoria riguardante il piano d'azione sul capitale di rischio, COM(2000)658 def. del 18 ottobre 2000, sezione 3.4.

⁵⁴ “Aiuti di stato e capitale di rischio”, *cit.*, paragrafo III.1.

complesse, in quanto le autorità pubbliche introducono incentivi in favore di un gruppo di operatori economici (investitori) affinché questi finanzino un altro gruppo di operatori (ad esempio le piccole imprese). Inoltre, in alcuni casi il provvedimento prevede la creazione di un fondo o di un altro strumento di investimento che costituisce un'entità distinta sia dagli investitori che dalle imprese nelle quali sono effettuati gli investimenti: in simili casi, il fondo stesso o lo strumento di investimento possono a loro volta essere considerati come un'impresa che beneficia di aiuti di Stato. La Commissione dovrà pertanto considerare la possibilità che i provvedimenti pubblici in favore del capitale di rischio possano configurare aiuti ad almeno tre livelli diversi: agli investitori, al fondo, alle imprese assistite⁵⁵.

Non tutti i provvedimenti pubblici in favore del capitale di rischio rientrano nella definizione di aiuti di Stato di cui all'articolo 87, paragrafo 1, del trattato e ricadono dunque sotto il controllo della Commissione. Come le altre forme di aiuti, anche questi provvedimenti devono soddisfare il cosiddetto criterio VIST⁵⁶: il provvedimento deve comportare l'impiego di risorse statali; deve alterare la concorrenza conferendo un vantaggio al beneficiario (quando tale conferimento avviene a condizioni che non sarebbero accettabili per un investitore privato operante in una normale economia di mercato); il vantaggio deve essere selettivo, nel senso che è limitato a determinate imprese; infine, il provvedimento deve incidere sugli scambi tra gli Stati membri.

In generale, il fattore principale per la determinazione della presenza di un aiuto di Stato consiste nel verificare che le condizioni a cui viene concesso il provvedimento siano compatibili con quelle praticate o accettate da un operatore privato in un'economia di mercato, a prescindere dal beneficiario della misura: investitori, fondo intermedio o imprese⁵⁷.

Qualora i provvedimenti siano riconosciuti costituire aiuti di Stato, la Commissione è chiamata a stabilire se possano essere considerati compatibili con il mercato comune a norma dell'articolo 87, paragrafi 2 e 3. La maggior parte dei provvedimenti in favore del capitale di rischio potrebbero essere considerati compatibili solo in virtù del paragrafo 3, lettere a) e c), per quelli applicabili alle sole regioni ammissibili a beneficiare della deroga prevista da tali paragrafi (c.d. aree assistite), o lettera d), se riguardanti la promozione della cultura e la conservazione del patrimonio. Rispetto ai criteri usati per determinare l'ammissibilità nel caso di sovvenzioni e prestiti, per le misure in favore del capitale di rischio ci sono da considerare alcuni problemi specifici: la difficoltà di calcolare un «equivalente sovvenzione» per il capitale azionario; la difficoltà di stabilire un legame con i costi ammissibili, in particolare nel caso di provvedimenti che offrano incentivi agli investitori, specialmente per le misure in forma di fondi; infine, per i provvedimenti che comportano aiuti al livello degli investitori, il fatto che nessuno dei testi in vigore può costituire una base per l'autorizzazione di tali aiuti.

La Commissione ha considerato che l'approccio ai costi ammissibili, secondo la definizione contenuta nei testi vigenti, riveste un'importanza minore nel caso di molte imprese nuove o innovatrici; durante la fase di avviamento o di espansione di un'impresa, il fabbisogno di capitale azionario è in genere legato non solo alle immobilizzazioni e investimenti fissi, ma anche al capitale circolante. L'assenza di un legame dei provvedimenti concessi con i costi ammissibili non costituisce necessariamente una prova dell'esistenza di «aiuti al funzionamento», intesi come aiuti che coprono le normali spese di funzionamento di un'impresa e che hanno come solo effetto quello di mantenerla in attività, e potrebbero quindi essere accettati a determinate condizioni. Per quanto concerne gli aiuti agli investitori, quando un trasferimento effettuato dallo Stato sia compatibile con le norme sugli aiuti di Stato, la Commissione ritiene che un provvedimento che offra un minimo incentivo ad altri operatori economici affinché effettuino lo stesso trasferimento dovrebbe essere

⁵⁵ *Ibidem*, paragrafo IV.1.

⁵⁶ Il criterio VIST, per la determinazione di un aiuto di Stato, riguarda: Vantaggio per l'impresa; Incidenza sugli scambi comunitari; Selettività o Specificità; Trasferimento di risorse pubbliche

⁵⁷ «Aiuti di stato e capitale di rischio», *cit.*, paragrafo IV.5.

autorizzato, anche se tecnicamente parlando si è in presenza di un aiuto in favore di tali operatori anziché delle imprese destinatarie dell'investimento⁵⁸.

La principale motivazione che può indurre la Commissione ad autorizzare i provvedimenti in favore del capitale di rischio, anche quando questi non rientrano nel campo d'applicazione delle norme vigenti, fa capo alla constatazione che uno dei maggiori svantaggi per le PMI, in particolare per le piccole imprese e quelle di nuova costituzione, è la difficoltà ad ottenere capitali e crediti per cause riconducibili a un fallimento del mercato. «Una manchevolezza o fallimento del mercato può definirsi come una situazione in cui l'efficienza economica non si realizza a causa di imperfezioni del meccanismo di mercato»⁵⁹. Considerando che i mercati presentano sempre un certo grado di inefficienze e disfunzioni, il termine «fallimento del mercato» è riservato alle situazioni in cui si suppone esistere una grave distorsione nell'allocazione delle risorse.

Nell'ambito dei mercati del capitale di rischio, sono due le cause principali di fallimento del mercato che, compromettendo l'accesso al capitale da parte delle PMI e delle imprese nelle prime fasi dello sviluppo, giustificando secondo la Commissione un intervento pubblico: informazione imperfetta o asimmetrica ed elevati costi di scambio. Il primo caso riguarda le maggiori difficoltà che gli investitori potenziali incontrano nell'ottenere informazioni attendibili sulle prospettive aziendali nel caso di una PMI o di una nuova impresa. Se poi queste imprese sono impegnate in progetti altamente innovativi o rischiosi, l'informazione imperfetta aggraverà i problemi connessi alle difficoltà di valutazione del rischio. I costi di scambio si riferiscono al fatto che le operazioni di minore entità sono meno attraenti per i fondi d'investimento, dati i costi relativamente elevati di valutazione degli investimenti e gli altri costi di transizione, in particolare per quanto attiene ai processi di *due diligence* ed ai microprestiti⁶⁰.

Per l'autorizzazione di provvedimenti in favore del capitale di rischio che non rientrano nel campo d'applicazione della normativa vigente, è richiesta pertanto una prova dell'esistenza di una situazione di fallimento del mercato. L'onere della dimostrazione di tale prova è dispensato qualora, per ciascuna rata di finanziamento di un'impresa con provvedimenti in favore del capitale di rischio, l'ammontare dell'aiuto non superi 500000 euro, 750000 euro nelle regioni che possono beneficiare di aiuti a norma dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), o 1 milione di euro nelle regioni che possono beneficiare di aiuti a norma dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera a). La Commissione deve tuttavia poter accertare che l'aiuto sia proporzionato alla presunta disfunzione del mercato ed anche che l'effetto di distorsione sul mercato sia minimo⁶¹. Il modo migliore per raggiungere questo obiettivo è il ricorso a provvedimenti che siano appena sufficienti per assicurare l'apporto di capitali da parte degli investitori privati e che inducano decisioni di investimento assunte secondo criteri commerciali e a condizioni per quanto possibile simili a quelle valide nella normale economia.

Secondo la Commissione, le forme di incentivi agli investitori in grado di produrre tali risultati sono:

- costituzione di fondi di investimento (fondi di capitale di rischio) nei quali lo Stato sia socio, investitore o aderente, anche a condizioni meno vantaggiose rispetto agli altri investitori;
- sovvenzioni in favore di fondi di capitale di rischio a copertura di parte delle loro spese amministrative e dei loro costi di gestione;
- altri strumenti finanziari in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di capitale di rischio per incentivarli a mettere a disposizione ulteriori capitali per gli investimenti;
- garanzie prestate in favore di investitori in capitale di rischio o di fondi di capitale di rischio a copertura di una parte delle perdite legate agli investimenti, ovvero garanzie prestate in relazione ai prestiti in favore di investitori/fondi per investimenti in capitale di rischio;
- incentivi fiscali in favore degli investitori affinché effettuino investimenti in capitale di rischio.

⁵⁸ *Ibidem*, paragrafo V.

⁵⁹ *Ibidem*, paragrafo VI.2, pag. 8.

⁶⁰ *Ibidem*, paragrafo VI.3..

⁶¹ *Ibidem*, paragrafo VI.5.

Nell'ultimo paragrafo, la Commissione stabilisce alcuni criteri, positivi e negativi, per la determinazione della compatibilità delle misure a favore del capitale di rischio con l'articolo 87, paragrafo 3. Nessun elemento singolarmente considerato è essenziale, né esiste un gruppo di elementi che possa essere ritenuto di per sé sufficiente per assicurare la compatibilità; in taluni casi la loro applicabilità, ed il peso loro attribuito, possono dipendere dalla forma del provvedimento. La valutazione della Commissione terrà conto, inoltre, della specificità regionale di ciascun intervento e ne verifica la proporzionalità. Occorre ricordare che gli aiuti che rispettano i massimali suesposti sottintendono implicitamente un fallimento del mercato, ma sono comunque sottoposti alla conformità con questi criteri:

la restrizione degli investimenti o della maggior parte dei fondi investiti alle piccole o alle sole microimprese, oppure alle piccole e medie imprese nella fase di avviamento (*start-up*) o altre fasi iniziali (*early stages*), ovvero alle sole PMI situate nelle zone assistite. L'accesso ai finanziamenti per le medie imprese al di là della fase di avviamento o delle fasi iniziali dovrebbe essere soggetto ad una limitazione per quanto concerne l'ammontare complessivo dei finanziamenti concessi entro i massimali indicati.

I provvedimenti dovrebbero essere incentrati sull'esigenza di rimediare ad un fallimento del mercato dei capitali di rischio: si deve trattare, quindi, di provvedimenti volti ad offrire finanziamenti alle imprese principalmente sottoforma di capitale azionario o quasi azionario, evitando il rischio del «peso morto».

Le decisioni di investire devono essere orientate alla realizzazione di un profitto, prendendo in considerazione il legame tra l'investimento e la remunerazione dei responsabili delle decisioni di investimento. Secondo la Commissione ciò avviene nel caso dei provvedimenti in base ai quali tutti i capitali investiti nelle imprese beneficiarie, o una quota significativa, provengono da investitori operanti secondo i criteri di un'economia di mercato, che investono sulla base di criteri commerciali (vale a dire solo in vista della realizzazione di un profitto). Nel caso dei fondi, un apporto pari ad almeno il 50 % del capitale del fondo sarebbe considerato una «quota significativa», tale percentuale può essere del 30 % nel caso di provvedimenti riguardanti le regioni assistite. In questo senso, sono considerati positivamente anche la presenza di un accordo tra un gestore professionale di un fondo e gli aderenti al fondo, il quale preveda che la remunerazione del gestore sia legata ai risultati e stabilisca gli obiettivi del fondo ed il calendario previsto per gli investimenti; la rappresentanza degli investitori di mercato nell'organo decisionale; l'applicazione delle migliori prassi e della vigilanza regolamentare nella gestione del fondo.

Il livello di distorsione della concorrenza tra gli investitori e tra i fondi di investimento dovrebbe essere ridotto al minimo: l'organizzazione di un bando di gara al fine di definire le «condizioni preferenziali» accordate agli investitori, o l'offerta di tali condizioni ad altri investitori. Questa offerta potrebbe assumere la forma di un invito pubblico agli investitori in occasione del lancio di un fondo di investimento, ovvero configurarsi come un regime (ad esempio un regime di garanzie) aperto a nuovi aderenti per un periodo prolungato.

Per quanto riguarda gli obiettivi settoriali, la Commissione li considera accettabili purché questi rispondano ad una logica commerciale e non solo ad una logica di politica di settore perseguita dalla mano pubblica.

L'esistenza, per ciascun investimento, di un piano aziendale, contenente informazioni dettagliate sui prodotti, sull'andamento delle vendite e su quello dei profitti e tale da permettere di stabilire preventivamente la redditività dell'investimento, è una normale prassi commerciale nella gestione professionale di un fondo e viene dunque considerata positivamente; gli investimenti devono inoltre prevedere un opportuno «meccanismo d'uscita», in relazione alla partecipazione diretta o indiretta dello Stato in singole imprese.

Evitare il cumulo di misure di aiuto in favore di singole imprese. Quando una misura comporta un aiuto alle imprese destinatarie dell'investimento, lo Stato membro deve impegnarsi a valutare, limitandole, le altre forme di aiuti di Stato di cui possono beneficiare, anche nel quadro di regimi di aiuto autorizzati. Quando il capitale conferito ad un'impresa nell'ambito di un provvedimento a

favore del capitale di rischio viene utilizzato per finanziare investimenti iniziali, costi di ricerca e sviluppo o altri costi ammissibili a beneficiare degli aiuti in virtù di altre discipline, lo Stato membro dovrebbe includere l'elemento di aiuto contenuto nel provvedimento in favore del capitale di rischio nel calcolo dei massimali di aiuto⁶².

Accanto a questi criteri, saranno considerati positivamente anche le indicazioni contenute nel terzo paragrafo della norma n. 8 del regolamento n. 448/2004, riportato più sopra, in particolare riguardo alla quota minima del contributo finanziario del capitale privato, alla partecipazione minoritaria nelle imprese assistite e alla professionalità e competenza del *management* del fondo.

2.5 Il fallimento del mercato

Abbiamo visto che per l'autorizzazione di provvedimenti in favore del capitale di rischio che si configurano come aiuti di Stato, è richiesta una prova dell'esistenza di una situazione di fallimento del mercato: tale prova viene data per sottointesa qualora le rate di ogni singolo finanziamento siano sotto una determinata quota. La Commissione deve tuttavia poter accertare che l'aiuto sia proporzionato alla presunta disfunzione del mercato, in particolare attraverso l'acquisizione di partecipazioni rigorosamente minoritarie.

Nella impostazione della Commissione, «una manchevolezza o fallimento del mercato può definirsi come una situazione in cui l'efficienza economica non si realizza a causa di imperfezioni del meccanismo di mercato», riservando il termine «fallimento del mercato» alle situazioni in cui si suppone esistere una grave distorsione nell'allocazione delle risorse.

Le principali cause di fallimento del mercato, le richiamiamo, sono generalmente individuate in primo luogo nell'asimmetria informativa: i problemi legati all'acquisizione e alla bontà delle informazioni relative alle imprese in cerca di finanziamenti, solo in parte risolvibile con un ben preparato *business plan*; se poi queste imprese sono impegnate in progetti altamente innovativi o rischiosi, l'informazione imperfetta aggraverà i problemi connessi alle difficoltà di valutazione del rischio. A questo si aggiungono, abbiamo visto, i cosiddetti costi di scambio: gli elevati costi di transazione e di *due diligence*, che causano una diminuzione del rendimento dell'investimento, rendendolo così meno appetibile, in particolare per quanto riguarda le imprese di piccole dimensioni e i finanziamenti di importo contenuto. Un ulteriore problema, specialmente per la realtà italiana, attiene alle difficoltà incontrate nella fase di disinvestimento, dovute principalmente alla mancanza di un vero e proprio segmento del mercato di Borsa dove le PMI capitalizzate possano trovare una naturale collocazione, tale da permettere lo sviluppo dell'offerta pubblica iniziale (IPO) e rendere la quotazione una *way out* realisticamente attuabile⁶³. Dal lato della domanda di capitale di rischio, inoltre, un importante fattore, riconducibile a motivi non soltanto "culturali", riguarda lo scarso orientamento delle piccole e medie imprese verso la crescita (condizione base per dar vita ad un investimento), in particolare verso la capitalizzazione, risultando poco propense ad accettare soci esterni nella gestione dell'azienda.

A livello di mercato europeo, affinché i fondi di capitale di rischio raggiungano le dimensioni e la liquidità necessaria per condurre operazioni sostenibili (massa critica), sarebbe necessaria una notevole crescita degli investimenti *cross border*; tuttavia, l'alta frammentazione dei mercati europei, la persistenza di differenti disposizioni normative e il rischio della doppia tassazione rendono difficile uno sviluppo in tal senso.

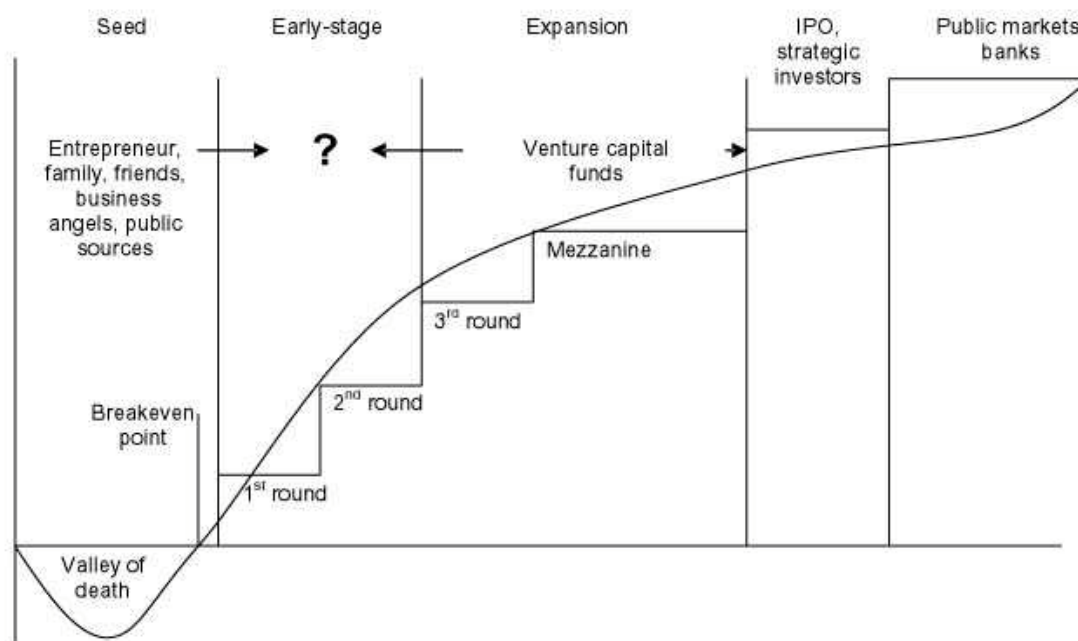
Nell'ambito dell'accesso al credito, risulta opportuno distinguere le carenze del mercato su un doppio livello, ricordando che l'indebitamento e il capitale di rischio non sono forme di finanziamento "perfettamente sostituibili", né esiste una prima scelta, ma soddisfano esigenze diverse nelle imprese. Da una parte, troviamo le imprese che non riescono ad attingere alle tradizionali fonti di finanziamento del debito, in particolare per la difficoltà di fornire le garanzie

⁶² *Ibidem*, paragrafo VIII.3.

⁶³ Vitale, M., *Il ruolo del capitale di rischio nel finanziamento delle PMI italiane*, Impresa & Stato, Camera di Commercio di Milano, n. 59 Aprile/Giugno 2002, disponibile sul sito www.mi.camcom.it.

sufficienti agli istituti finanziari: il settore pubblico può concorrere alla copertura di parte di questo *gap* attraverso collaudati strumenti rotativi, come i fondi di garanzia, di primo e secondo grado, e le formule di prestiti rimborsabili; una parte delle imprese, invece, potrebbe cercare nel mercato dei capitali di rischio una risposta alle proprie esigenze. Su quest'altro piano si determina un secondo tipo di carenza del mercato, il cosiddetto *equity gap*, ossia la difficoltà di accedere al finanziamento del capitale di rischio per le imprese di nuova costituzione, specialmente nei settori tecnologici e innovativi: una carenza secondo la Commissione più importante della precedente, in quanto condiziona le imprese con maggiori capacità di sviluppo e di creazione di valore aggiunto per l'intero sistema economico, quindi di crescita e creazione di posti di lavoro. Gli strumenti a disposizione del settore pubblico per intervenire in questo contesto sono quelli che la Commissione sta incentivando negli ultimi anni, in particolare per quel che riguarda il prossimo periodo di programmazione: prestiti partecipativi, fondi di *venture capital*, fondi di garanzia per operazioni in capitale di rischio. Il fallimento del mercato non riguarda però la generalità delle imprese bisognose di capitali, bensì si concentra sulle aziende nelle fasi più delicate, e più rischiose, della loro vita economica.

Figure 1. Stages of equity financing



Graph adapted from Cardullo: *Technological entrepreneurship*.
Note that definitions for most of the concepts used in SME finance are not universal.

La figura 1 mostra le differenti forme di finanziamento di capitale di rischio con l'evolversi delle fasi del ciclo di vita di un'impresa⁶⁴. Durante la primissima fase della vita, il *seed stage*, l'alta rischiosità dell'impresa, l'intangibilità degli *assets* di bilancio e i guadagni negativi configurano la così detta "valle della morte", dove meno della metà delle imprese riesce a sopravvivere, basandosi principalmente sulle risorse proprie dell'imprenditore, della famiglia, *business angels* e fonti pubbliche come i contributi in conto capitale. Passando dalla fase *seed* allo *start up*, parte centrale dell'*early stage*, i rischi sono soltanto leggermente inferiori, mentre la crescita è messa a repentaglio dall'*equity gap*: le risorse richieste sono maggiori, ragione per cui i *business angels* sono riluttanti ad intervenire a questo livello, mentre le imprese sono ancora troppo piccole per essere sufficientemente redditizie da

⁶⁴ Il grafico è tratto da Directorate-General for Enterprise and Industry of the European Commission, "Best practices of public support for early-stage equity finance", September 2005.

attrarre i fondi di *venture capital*. Questi ultimi, infatti, entrano in gioco preferibilmente durante la fase di espansione, nelle imprese sopravvissute alle fasi iniziali e sulla soglia di un rapido sviluppo, quando la situazione finanziaria è più consistente e il flusso dei guadagni più stabile, in grado di offrire ai fondi di *venture capital* maggiori opportunità di remunerare gli investitori.

Il grafico riportato è riferito alla situazione nel mercato europeo, ma i dati relativi all'Italia permettono di mettere in evidenza come anche nel nostro Paese il fallimento del mercato si concentri nella stessa area di finanziamento⁶⁵: nel 2004, infatti, su 1.480 milioni di euro investiti in capitale di rischio (di cui il 90% nelle regioni del Nord⁶⁶), soltanto 23 sono stati diretti in imprese in *early stage*; a livello di *trend* storico, gli investimenti in queste imprese risultano in calo continuo a partire dal picco raggiunto nel 2000, toccando nel 2004 il livello più basso; il rapporto viene confermato anche a livello di numero di investimenti realizzati, 50 su 248, diretti a 36 imprese su 208. Nell'ambito di questa area di fallimento di mercato, nel 2004 il numero degli investimenti nel settore dell'alta tecnologia è sceso al 27% (dal 31% nel 2003), mentre l'ammontare delle somme investite si è fermato al 5%, valori inferiori ai risultati registrati nel 1998: in questo contesto, il 47% del numero degli investimenti (con il 19% dell'ammontare investito) riguarda le imprese *start-up*, mentre il 41% (e il 55% delle somme investite) quelle in fase di espansione⁶⁷.

Nel primo semestre del 2005 si riconferma assolutamente marginale l'attenzione dedicata alle operazioni di *start-up*, per le quali sono stati impiegati poco più di 10 milioni di Euro (1% del totale), distribuiti su 24 investimenti (dei 140 realizzati). Con riferimento alla distribuzione settoriale delle imprese oggetto di investimento, i numeri evidenziano una particolare attenzione degli investitori italiani verso i comparti della distribuzione, dei beni alimentari e dei prodotti e servizi per l'industria. In generale, risulta ancora in contrazione la percentuale relativa al numero di investimenti in imprese ad alto contenuto tecnologico, pari, nel periodo, al 22% del totale contro il 27% dell'intero 2004⁶⁸.

Il problema del finanziamento delle *early stage* non può essere scisso dalla generale esigenza di un mercato efficiente dei *venture capital*: la possibilità di contenere il rischio delle operazioni di un fondo differenziando gli investimenti in portafoglio, richiede fondi di rilevanti dimensioni e un mercato fluido e sviluppato a livello europeo. Quando gli investitori comparano i rischi e i guadagni, i fondi di *venture capital* sono in concorrenza con le altre opportunità di investimento: per assicurare l'appetibilità relativa del fondo, questo deve essere in grado di dimostrare che il *trade off* tra rischio e guadagno offerto sia desiderabile per gli investitori; le *performance* del fondo diventano quindi un indicatore delle capacità dei manager, influenzando il volume della raccolta di risorse. In questo modo, la scarsità di raccolta e investimenti per le *early stage (equity gap)* può provocare un circolo vizioso: pochi fondi operano in questo segmento di mercato, diminuendo le conoscenze e aumentando i rischi, scoraggiando così l'entrata di nuovi operatori nel futuro⁶⁹. Per queste ragioni, risulta altrettanto importante la disponibilità di strategie di uscita percorribili, a cominciare da un mercato di Borsa dove collocare le quote delle aziende finanziate, chiudendo il ciclo dell'investimento del fondo.

Le inefficienze del mercato attengono anche al lato della domanda di capitale di rischio, in particolare per quel che riguarda lo sviluppo di una cultura imprenditoriale orientata alla crescita aziendale, alla capitalizzazione, alla riduzione della proprietà attraverso la concessione di quote di

⁶⁵ Gervasoni, A., *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2004*, Associazione italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), disponibile sul sito www.aifi.it.

⁶⁶ A livello numerico, su un totale di 208 imprese in cui sono stati realizzati investimenti di capitale di rischio nel 2004, ben 153 si trovano nelle regioni del Nord; delle rimanenti 11 si trovano in Toscana e 12 nel Lazio. Nel primo semestre del 2005, si registra una attività ancora più ridotta al sud, con appena il 4% degli investimenti, per un 1% di capitali investiti, rispetto al totale nazionale.

⁶⁷ "AIFI Yearbook 2005", disponibile sul sito www.aifi.it.

⁶⁸ "Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital in Italia nel primo semestre del 2005", a cura dell'AIFI, disponibile sul sito www.aifi.it.

⁶⁹ "Best practices of public support for early-stage equity finance", *cit.*, pag. 9.

controllo dell'impresa a fondi che apportano capitali e *know-how*. Proprio per assecondare problemi di questo tipo, in alcuni paesi sono stati sviluppati strumenti come i prestiti partecipativi, o il tedesco *stille Beteiligung*, "partenariato silenzioso", dove l'acquisizione di quote della società, attraverso banche a partecipazione pubblica, non si accompagna al conseguimento di diritti di voto e di controllo dell'impresa⁷⁰. Un ulteriore limite della domanda, è rappresentato dalle difficoltà delle PMI di valutare le opzioni di finanziamento a disposizione in relazione alle proprie esigenze di sviluppo; inoltre riuscire a capire le preoccupazioni e i bisogni degli investitori, risulta essenziale per l'imprenditore che voglia accedere al *venture capital*.

2.6 Orientamenti e proposte per il periodo 2007-2013

Per concludere questa sezione dedicata alle disposizioni normative dell'Unione europea, risulta opportuno volgere uno sguardo al futuro sulle proposte della Commissione per i regolamenti relativi al prossimo periodo di programmazione, nonché sugli orientamenti strategici per la loro applicazione. L'impostazione tenuta dall'esecutivo comunitario circa il contributo del FESR agli interventi di ingegneria finanziaria non muta sostanzialmente rispetto alle indicazioni fornite negli anni precedenti: queste sono ormai considerate come la naturale prassi da portare avanti nella gestione di queste azioni che, anzi, sono destinate a diventare lo standard nel campo degli aiuti alle PMI nei settori dove si concentra il fallimento del mercato, limitando le sovvenzioni alla dimensione infrastrutturale.

Anzitutto, al fine di «garantire un effettivo impatto economico, i contributi dei Fondi Strutturali non possono sostituirsi alla spesa pubblica degli Stati membri»: ai sensi del secondo comma dell'articolo 51 della proposta della Commissione, la partecipazione dei Fondi è calcolata in rapporto all'insieme della spesa pubblica cofinanziata dal FESR o dal FSE, con un massimale del 50% per i programmi operativi nell'ambito dell'obiettivo "Competitività regionale e occupazione"; al contempo, la partecipazione dei Fondi Strutturali in ciascuna priorità non può essere inferiore al 20% della spesa pubblica⁷¹.

Questo cambiamento è diretto alla tutela del principio di addizionalità, volto a impedire che il contributo delle risorse europee e la capacità di raccolta di contributi privati si sostituiscano all'impegno di fondi nazionali per la politica regionale, come succede in Gran Bretagna: la partecipazione non viene più calcolata sui costi totali ammissibili, comprensivi del cofinanziamento privato, bensì sulla sola quota di spesa pubblica, determinando una "base imponibile" inferiore. Per quanto riguarda gli interventi di ingegneria finanziaria, dove il cofinanziamento privato deve essere almeno il 30% (nelle aree assistite), la riduzione dell'importo in base al quale viene calcolata la partecipazione dei Fondi Strutturali comporta una diminuzione del contributo degli stessi.

Con l'articolo 77, al terzo comma, viene proposto di codificare nel Regolamento generale le disposizioni introdotte con la norma n. 1 del Regolamento 448/2004: «per quanto riguarda gli strumenti di ingegneria finanziaria e in particolare i fondi di capitale di rischio, i fondi di garanzia e i fondi per mutui, le spese certificate alla Commissione sono quelle legate alla costituzione di tali fondi. Tuttavia, al termine del programma operativo, la spesa viene determinata sulla base dei pagamenti effettivi versati da ciascun Fondo e sulla base dei costi di gestione ammissibili»⁷².

Nell'ambito della proposta di Regolamento relativa alla disciplina del FESR, l'articolo 3 definisce le operazioni che il Fondo può cofinanziare: l'elenco degli interventi risulta ridotto e definito in maniera più compiuta, riflettendo l'importanza crescente del problema dell'accesso ai finanziamenti e degli strumenti rotativi. Accanto agli investimenti produttivi e alle infrastrutture, figurano la

⁷⁰ "Innovative instruments for raising equity for SMEs in Europe. Final Report", prepared by Bannock Consulting for DG Enterprise of the European Commission, June 2001, pag. 11.

⁷¹ Proposta di Regolamento del Consiglio recante disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo e sul Fondo di coesione, COM(2004) 492 def., Bruxelles, 14 luglio 2004, articoli 51, comma 2 e 53, comma 1.

⁷² *Ibidem*, articolo 77, comma 3.

creazione e lo sviluppo di strumenti finanziari quali il capitale di rischio, i fondi di credito e di garanzia e i fondi di sviluppo locale⁷³.

Anche nello specifico delle tre tematiche su cui si concentrano gli interventi del FESR, i nuovi obiettivi “convergenza”, “competitività regionale e occupazione” e “cooperazione territoriale europea”, viene espressamente prevista la creazione di strumenti di ingegneria finanziaria con le risorse del Fondo. Queste, nei rispettivi ambiti tematici, possono essere destinate a promuovere e sostenere: l’incentivazione dell’imprenditorialità e il finanziamento dell’innovazione per le PMI tramite nuovi strumenti finanziari; la creazione di nuovi strumenti finanziari e servizi di incubazione che facilitino la creazione o l’espansione di aziende ad alto contenuto di conoscenza; lo sviluppo di strumenti congiunti di ingegneria finanziaria destinati al sostegno della R&S in campo tecnologico nelle PMI⁷⁴.

Successivamente alla presentazione delle proposte di regolamenti per il prossimo periodo di programmazione, la Commissione ha pubblicato una importante Comunicazione contenente le linee guida della strategia comunitaria per la politica di coesione nel 2007-2013, concentrandosi sulla crescita e l’occupazione; nel documento la Commissione dedica un paragrafo specifico al problema dell’accesso ai finanziamenti, considerato un «elemento fondamentale di qualsiasi strategia volta a promuovere la conoscenza e l’innovazione».

In questo ambito, è importante migliorare l’accesso ai capitali per le attività di R&S e per le *start-up*, maggiormente condizionate dalle carenze del mercato, anche in stretta cooperazione con il Fondo europeo per gli investimenti (FEI), in modo da aumentare le disponibilità finanziarie per tali settori, caratterizzati da una notevole rischiosità; merita ricordare che l’incidenza del sostegno pubblico alla creazione di imprese non deve andare a detrimento della partecipazione degli investimenti privati e del corretto funzionamento della concorrenza. Inoltre, il mercato del capitale di rischio connesso alle attività innovative necessita di essere sviluppato parallelamente a un miglioramento del contesto normativo diretto a facilitare l’attività imprenditoriale.

In caso di fallimento del mercato, secondo le indicazioni della Commissione, è necessario privilegiare la creazione e lo sviluppo di fornitori specializzati di capitale di rischio e di garanzie bancarie; in generale, il loro intervento sarà più efficace se forniranno sostegno sotto forma di un pacchetto integrato che comprenda, tra l’altro, una formazione precedente all’avvio o all’espansione dell’impresa.

Nel dettaglio, la Commissione suggerisce due linee di intervento nel settore dell’ingegneria finanziaria: da un lato, occorre «sostenere gli strumenti diversi dalle sovvenzioni, come i prestiti, le garanzie del debito subordinato, gli strumenti convertibili (debito mezzanino) e il capitale di rischio». Le sovvenzioni, in particolare, devono essere dirette alla creazione e al mantenimento delle infrastrutture necessarie per agevolare l’accesso ai finanziamenti, quali uffici di trasferimento tecnologico, incubatori, reti di “business angels”, programmi di preparazione all’investimento, iniziative di animazione del territorio. Parallelamente, vanno sostenuti i meccanismi di garanzia e di mutua garanzia affinché le PMI possano beneficiare più agevolmente del microcredito; su queste questioni possono rivelarsi preziose le consulenze della BEI e del FEI. Dall’altra parte, è importante dirigere gli sforzi per raggiungere categorie specifiche a rischio di esclusione, come i giovani imprenditori, le imprenditrici, le persone appartenenti a gruppi svantaggiati, comprese le minoranze etniche, o i secondi tentativi imprenditoriali⁷⁵.

⁷³ Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo al Fondo europeo di sviluppo regionale, COM(2004) 495 def., Bruxelles, 14.7.2004, articolo 3, comma 2, lettera c).

⁷⁴ *Ibidem*, articoli 4,5 e 6.

⁷⁵ Comunicazione della Commissione “Politica di coesione a sostegno della crescita e dell’occupazione: linee guida della strategia comunitaria per il periodo 2007-2013”, COM(2005) 299, Bruxelles, 5.7.2005, pagg. 23, 24.

Infine, la Commissione suggerisce agli Stati membri una stretta collaborazione con il FEI, che nel corso degli anni ha acquisito notevole esperienza, al fine di «poter fornire alle PMI il sostegno necessario sviluppando al tempo stesso il mercato europeo del capitale di rischio»⁷⁶.

In conclusione, risulta evidente la crescente enfasi posta dalla Commissione sugli strumenti rotativi di ingegneria finanziaria, non solo nelle disposizioni normative, ma anche nei numerosi studi di settore e *workshop* promossi nel corso degli anni e nelle guide al funzionamento predisposte per gli operatori pubblici e privati. La programmazione dei Fondi Strutturali nel 2007-2013, a prescindere dalle risorse che verranno stanziare nel bilancio comunitario a questo fine, mette in risalto gli strumenti innovativi di finanziamento come opzioni per le Pubbliche Amministrazioni e ne conferma gli incentivi per la creazione, in quanto soluzione di primo piano al problema dell'accesso al finanziamento per le PMI e contributo determinante per la promozione della crescita economica e occupazionale.

⁷⁶ Nell'ambito del gruppo della BEI, il Fondo europeo per gli investimenti si occupa esclusivamente di tutte le operazioni di capitale di rischio e di garanzia per le piccole imprese e il capitale di rischio (risorse comunitarie e risorse BEI/FEI), incentrando gli interventi sul finanziamento delle imprese in fase di avvio, sul settore delle tecnologie di punta e sulla società basata sulla conoscenza. Alla fine del 2003, il FEI ha acquisito quote di partecipazione per 135 milioni di euro in fondi di capitale di rischio e fornito un totale di 2,2 miliardi di euro in garanzie per il finanziamento delle PMI. Cfr. "15ma Relazione annuale sull'attuazione dei Fondi Strutturali", COM(2004)721, ottobre 2004.

CAPITOLO 3

L'esperienza passata ha messo in evidenza che i programmi di finanziamento realizzati attraverso misure di ingegneria finanziaria richiedono l'implementazione di numerose "buone pratiche" di importanza cruciale per il loro sviluppo⁷⁷: anzitutto, il successo degli interventi di sostegno dipende in buona misura dalla professionalità della gestione dei programmi di ingegneria finanziaria; in secondo luogo, è importante sfruttare il supporto del settore privato, come mezzo non solo per aumentare le risorse disponibili per gli investimenti, ma anche per assicurare il contributo delle conoscenze specialistiche possedute da tale settore nella gestione dei programmi stessi; per ottenere i risultati migliori, l'assistenza finanziaria delle PMI dovrebbe essere combinata con altri servizi finanziari e di supporto all'impresa; infine, i criteri di monitoraggio e di misura della *performance* dovrebbero combinare indicatori finanziari e metodi di valutazione del contributo allo sviluppo regionale dei programmi di finanziamento del capitale di rischio sostenuti dall'UE⁷⁸.

Questa sezione si occupa di presentare alcuni strumenti di ingegneria finanziaria cofinanziati dai Fondi Strutturali nella realtà italiana: abbiamo già accennato che la maggioranza della casistica è rappresentata dagli strumenti più tradizionali per i contesti regionali, come i fondi di garanzia, prestiti rimborsabili e, in misura minore, partecipativi. Come esempi di questi interventi vengono portate le esperienze realizzate nella Regione Toscana, mentre per quanto riguarda gli strumenti di capitale di rischio, vengono presentate le misure delle Regioni che risultano attive.

3.1 L'esperienza toscana

Il Complemento di Programmazione Obiettivo 2 della Toscana, prevede, come altre regioni, una misura specifica per gestire gli interventi di ingegneria finanziaria: la misura 1.3 all'interno dell'asse I, che si occupa dello "sviluppo e rafforzamento delle imprese". Le azioni previste sono tre: il fondo di garanzia (azione 1.3.1), prestito partecipativo (azione 1.3.2) e il fondo di *early Stage* (azione 1.3.3), quest'ultimo viene analizzato nel paragrafo successivo dedicato agli strumenti del capitale di rischio.

La misura si propone di mettere a disposizione ai soggetti imprenditoriali un pacchetto di iniziative volte ad assicurare un consolidamento patrimoniale delle imprese esistenti e in sviluppo, nonché un incentivo a creare nuove imprese, in particolare nei settori ad alta tecnologia ed innovativi. Le risorse totali a disposizione ammontano a 24.939.213 di cui il 18,04% proveniente dal FESR (circa 4,5 milioni di euro), il 54,12% di origine statale (13.496.247 euro) e il rimanente 27,84% da capitali privati (6.944.218 euro)⁷⁹.

In seguito alla revisione di metà periodo del Complemento di Programmazione, la misura non prevede più l'attivazione del Fondo per l'assunzione di partecipazione di minoranza del capitale sociale (azione 1.3.4) ed ha trasferito le risorse del piano finanziario alle altre azioni.

La *ratio* della misura posa sulla constatata difficoltà di accesso al capitale e al credito delle piccole e medie imprese, a causa della diffidenza di taluni mercati finanziari ad assumere rischi e delle

⁷⁷ Esempi di buone pratiche sono stati pubblicati dalla Commissione nella "Guida al finanziamento del capitale di rischio nella politica regionale", *cit.*, appendice G; vedere anche Directorate-General for Enterprise and Industry, "Best practices of public support for early-stage equity finance", Final report of the expert group, September 2005.

⁷⁸ Workshop 4 "Ingegneria finanziaria e altri strumenti innovativi", Bollettino dell'osservatorio politiche strutturali, n. 18, pag. 19, a cura dell'Istituto Nazionale di Economia Agraria (INEA), www.inea.it.

⁷⁹ Piano Finanziario, Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Toscana, pag. 15, disponibile sul sito www.docup.toscana.it.

garanzie limitate che le aziende possono offrire. Le azioni programmate costituiscono aiuti di stato ai sensi dell'art.87 del Trattato CE e sono state autorizzate dalla Commissione Europea, al termine di un procedimento durato 12 mesi, con la decisione del 5/2/2003, relativa all'Aiuto di Stato n. 181/2002; nella stessa comunicazione viene riconosciuta la situazione di fallimento del mercato del credito che i provvedimenti disposti vanno a colmare, relativamente alle tre azioni.

3.1.1 Fondo di garanzia⁸⁰

Il fondo "Gulliver II" per la prestazione di garanzie su finanziamenti a medio termine concessi da Istituti di credito (e/o società di leasing), risponde alla finalità generale di favorire gli investimenti fissi nelle piccole e medie imprese che operano in Toscana limitatamente, essendo cofinanziato dai programmi dei Fondi Strutturali, alle aree Obiettivo 2 o a sostegno transitorio (*phasing out*).

Questo strumento, gestito dalla finanziaria regionale Fidi Toscana SpA, opera come un fondo di rotazione; le risorse a disposizione ammontano a 8,5 milioni di euro, di cui 7 alle aree Obiettivo 2 e il rimanente 1,5 alle aree a sostegno transitorio, con un moltiplicatore pari a 10 (ossia, si possono garantire operazioni fino a 85 milioni di euro); esso sarà costituito per il 70% da risorse pubbliche e per il 30% da risorse di origine privata apportate dalla stessa Fidi Toscana o dalle sue banche azioniste. La partecipazione degli investitori privati al fondo è effettuata *pari passu*, alle stesse condizioni delle partecipazioni di origine pubblica. Gli investimenti dovranno essere mantenuti nella regione per un periodo di almeno 5 anni, mentre la documentazione di spesa e di pagamento per almeno 3 anni dal termine del DocUP.

L'aiuto è accordato sotto forma di garanzie su operazioni di finanziamento a medio o lungo termine e su operazioni di leasing, che siano di importo inferiore o pari a 1,5 milioni di euro e di durata decennale (eventualmente elevabile a 15 anni in caso di acquisizione, costruzione e ristrutturazione di beni immobili). Nella propria operatività Fidi Toscana garantisce anche operazioni di piccolo importo, in quanto la missione attribuita dalla Regione è quella di sostenere le minori imprese: attualmente l'esposizione media è infatti intorno a □ 140.000.

La garanzia a valere sul fondo può essere concessa a prima richiesta. In questo caso la garanzia è esplicita, diretta, incondizionata ed irrevocabile. La banca effettua le procedure di recupero del credito per conto del Fondo sostenendo integralmente i relativi oneri; al termine delle procedure la banca provvede ad accreditare al Fondo gli importi recuperati. Oppure, la garanzia può essere rilasciata a fronte di un'operazione finanziaria specifica e per un importo massimo garantito non superiore al 60% dell'ammontare dell'operazione stessa, nei limiti delle risorse disponibili e dell'importo massimo garantito. In seguito a specifiche intese, può essere prevista una controgaranzia del Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), nella misura del 25% dell'eventuale perdita definitiva.

Il tasso di interesse praticato sulle garanzie prestate è pari, per periodi fino a dieci anni, all'euribor a sei mesi se variabile, all'IRS di periodo se fisso (entrambi maggiorati di uno *spread*); per periodi oltre i dieci anni, alle migliori condizioni di mercato vigenti *pro tempore*.

La commissione dovuta dalle imprese per la concessione della garanzia è composta dalla somma di due elementi: da un lato, un contributo alle spese amministrative di gestione, coperte mediante pagamento di una commissione specifica pari all'1% del prestito garantito, dall'altro, un contributo per la copertura del rischio di perdita e la remunerazione del capitale: queste ultime sono pari ad una percentuale dell'importo dell'operazione, che varia in funzione della tipologia e delle garanzie primarie, da moltiplicare per ogni anno di durata dell'operazione medesima, secondo parametri specifici.

Le spese ammissibili si dividono in beni materiali (immobili, macchinari, attrezzature), beni immateriali (brevetti, licenze, know how, conoscenze tecniche non brevettate), servizi forniti da

⁸⁰ Cfr. Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Toscana, disponibile sul sito www.docup.toscana.it, e il Bando di gara per fondo di garanzia "Gulliver II", relativo all'azione 1.3.1 del DocUP Regione Toscana, disponibile sul sito www.fiditoscana.it.

consulenti esterni (non continuativi, periodici o connessi alle normali spese di funzionamento), nonché partecipazioni a fiere ed esposizioni.

L'azione sarà attuata mediante procedura di evidenza pubblica, effettuata secondo il sistema a sportello, con l'attribuzione di un numero di protocollo che deve essere rispettato per la destinazione dei fondi. Gli aiuti accordati sono cumulabili con altri regimi a concorrenza delle intensità autorizzate dal Regolamento CE n. 70/2001, modificato dal Regolamento n. 364/2004⁸¹. Per garantire il rispetto di tale norma, al rappresentante legale dell'impresa beneficiaria è richiesta una dichiarazione indicante l'importo degli altri aiuti già riscossi o da riscuotere per gli stessi costi ammissibili o la conferma che nessuna altro aiuto è stato, né sarà richiesto a titolo delle stesse spese.

Ai sensi del Regolamento n. 1685/2001 e sue successive modifiche al momento della chiusura dell'operazione, la spesa ammissibile del fondo (beneficiario finale) dovrà essere il capitale del fondo che è stato investito in o prestato a PMI, inclusi i costi di gestione sostenuti. Nel corso dell'attuazione della misura la spesa ammissibile è rappresentata dai trasferimenti effettuati dalla Regione a valere sui fondi.

Tra i fondi rotativi di ingegneria finanziaria, le garanzie sono quelle che registrano un migliore funzionamento, dovuto anche al fatto di essere maggiormente familiari come forma di aiuto, sia dal punto di vista della gestione, tempi di attivazione e procedure di valutazione, che per il territorio: secondo i dati più recenti forniti dalla finanziaria regionale, sono 166 le imprese assistite, con un ammontare di risorse impegnate di quasi 3milioni di euro. In particolare, le risorse relative alle aree a sostegno transitorio sono già state tutte impegnate, mentre per le aree obiettivo 2 lo saranno certamente entro la fine del periodo di programmazione.

3.1.2 Prestiti partecipativi⁸²

Il fondo per prestiti partecipativi "Tandem II", costituito nell'ambito dell'azione 1.3.2 del DocUP toscano, risponde alla finalità di anticipare alle piccole e medie imprese, a tasso agevolato e sulla base d'un programma d'investimenti, le risorse d'un futuro aumento del capitale sociale, da effettuare nell'arco di cinque anni, con l'accantonamento degli utili netti d'esercizio o con la sottoscrizione e il versamento di nuove quote da parte di soci attuali o futuri.

Anche questo strumento, che opera come fondo di rotazione, viene gestito da Fidi Toscana SpA; le risorse a disposizione per questa azione ammontano a circa 6,2 milioni di euro, destinate interamente alle aree Obiettivo 2. Come nel caso delle garanzie, il fondo è costituito per il 70% da risorse pubbliche e per il 30% da risorse di origine privata apportate da Fidi Toscana o dalle sue banche azioniste; la partecipazione degli investitori privati al fondo è effettuata *pari passu*, alle stesse condizioni delle partecipazioni di origine pubblica.

Le imprese che desiderano ottenere un prestito partecipativo presentano un progetto di investimento a Fidi Toscana. L'importo erogato all'impresa può coprire fino al 75% del costo del programma d'attività; in ogni caso non può essere superiore a 1,5 milioni di euro, né al 100% del capitale netto dell'impresa, quale risulta dall'ultimo bilancio approvato. L'aiuto viene concesso a tassi agevolati ed è rimborsabile di norma in 5 anni.

Il tasso di interesse si compone di due elementi: un interesse annuo pari al tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali definito dalla Banca Centrale Europea e comunque non superiore al tasso ufficiale di sconto; una quota dell'utile netto di esercizio (se esiste) pari al rapporto esistente, alla fine dell'esercizio precedente, tra il prestito partecipativo e il capitale netto dell'impresa: tale quota non può superare l'1% del capitale residuo del prestito partecipativo. L'ammortamento è effettuato di norma in rate semestrali costanti in linea capitale.

⁸¹ Regolamento (CE) n. 364/2004 della Commissione del 25 febbraio 2004, in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea L63/22, 28.2.2004.

⁸² Cfr. Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Toscana, pagg. 82 e seg., disponibile sul sito www.docup.toscana.it, e il Bando di gara per prestiti partecipativi "Tandem II", relativo all'azione 1.3.2 del DocUP Regione Toscana, disponibile sul sito www.fiditoscana.it.

Il prestito partecipativo è concesso solo se assistito da valide garanzie personali dei soci, richieste a fronte del rimborso del prestito stesso, capitale e interessi inclusi, nonché a fronte dell'impegno assunto dai soci medesimi a sottoscrivere e versare nel tempo l'aumento del capitale sociale dell'impresa finanziata. Il fondo risponde delle obbligazioni assunte esclusivamente nei limiti delle proprie risorse.

L'intensità dell'aiuto, che non deve superare i limiti fissati nel regolamento n.70/2001, è calcolata come la differenza tra la remunerazione di un finanziamento al tasso di riferimento comunitario e la remunerazione corrisposta dall'impresa per il prestito partecipativo: la differenza che va attualizzata al tasso di riferimento comunitario e moltiplicata per 0,75, in quanto il prestito partecipativo copre non oltre il 75% dell'investimento, o comunque per la percentuale dell'investimento finanziata dal prestito partecipativo. L'aiuto accordato non è cumulabile con altri aiuti per i medesimi investimenti.

Anche in questo caso, l'azione sarà attuata mediante procedura di evidenza pubblica, effettuata secondo il sistema a sportello, con l'attribuzione di un numero di protocollo che deve essere rispettato per la destinazione dei fondi.

Sono ammissibili le spese relative ad un programma d'attività che preveda: la costituzione o l'ampliamento dell'impresa o lo sviluppo di nuovi investimenti; l'introduzione di innovazioni tecnologiche di processo o di prodotto; la ricerca applicata. Sono, inoltre, considerate ammissibili le spese per investimenti fissi in: beni materiali; beni immateriali e servizi forniti da consulenti esterni, nonché partecipazioni a fiere ed esposizioni. Gli investimenti devono essere mantenuti in Toscana per un periodo di almeno 5 anni, mentre la documentazione di spesa e di pagamento per almeno 3 anni dal termine del DocUP.

La sottomisura in questione ha una disponibilità finanziaria di poco superiore ai 6 milioni di euro, di cui circa 3,4 sono risorse di origine nazionale, 1.151.081 sono provenienti dal FESR e poco più di 1,5 milioni di origine privata; purtroppo questa azione non sembra incontrare particolare successo sul territorio, essendo stato finora finanziato un solo intervento per 400.000 euro.

3.2 Strumenti di capitale di rischio

Relativamente al mercato di capitale di rischio, lo stato critico della situazione in Italia, emerso nel capitolo precedente, è pienamente confermato dall'esame delle misure concernenti fondi di capitale di rischio programmate nei POR e nei DocUP delle diverse regioni italiane⁸³. Su un totale di 14 azioni pianificate in tutta Italia, al 31 maggio 2005 due soltanto risultano operative (gli strumenti della Regione Lazio e della Regione Emilia Romagna), mentre riguardo altri due è stato attivato il fondo e si è in procinto di pubblicare il bando (le misure della Regione Toscana e della Regione Umbria); per quanto riguarda i rimanenti, 4 sono stati eliminati ed i restanti non sono ancora stati attivati⁸⁴.

Questa panoramica da un lato, conferma l'assenza di strumenti di capitale di rischio attivati nel Mezzogiorno, dall'altro, mette in evidenza serie difficoltà nell'attivazione degli interventi programmati nel Paese in generale. I maggiori problemi, anche in termini di allungamento dei tempi, riguardano non solo le procedure di notifica delle azioni alla Commissione (la cui durata può variare dai 7 ai 23 mesi), ma anche, a partire dalla fase di programmazione, la costruzione di meccanismi che siano compatibili con gli aiuti e con le regole di ammissibilità al finanziamento dei Fondi Strutturali. Diverse regioni, la Sardegna, la Puglia e la stessa Emilia Romagna, hanno inoltre sperimentato difficoltà nella selezione di un soggetto gestore che ritenesse economicamente appetibile la partecipazione o che rispondesse alle caratteristiche necessarie, vedendo i loro bandi

⁸³ Le Regioni che hanno previsto una misura di intervento sul capitale di rischio sono: Toscana, Lombardia, Emilia Romagna, Lazio, Liguria, Friuli Venezia Giulia, Umbria, Sardegna, Calabria, Campania, Puglia e Molise.

⁸⁴ Dati raccolti dalla IPI-APC per il contributo alla compilazione del Questionario della Commissione sul capitale di rischio per la revisione della relativa comunicazione sugli aiuti di Stato.

andare deserti. Merita sottolineare che sia la Regione Lazio, che l'Emilia Romagna, le uniche regioni operative, non hanno provveduto a notificare gli interventi alla Commissione, dichiarandoli come non configuranti aiuto nella relativa scheda tecnica di misura⁸⁵.

3.2.1 Regione Toscana: Fondo di Early stage⁸⁶

L'azione 1.3.3 del Complemento di Programmazione toscano, rappresenta lo strumento di ingegneria finanziaria maggiormente in linea con gli orientamenti più recenti della Commissione. L'intervento prevede la creazione di un fondo specializzato in azioni a sostegno della nascita e dello sviluppo di imprese basate sulle tecnologie ad elevato potenziale di crescita, attraverso operazioni di *venture capital*, ricorrendo a strumenti finanziari in grado di utilizzare le risorse pubbliche quale leva per valorizzare l'intervento privato. In linea con le indicazioni contenute nella Comunicazione "Aiuti di Stato e capitale di rischio", il Fondo dovrà integrare e ampliare il set di strumenti finanziari già disponibile per le imprese toscane, allo scopo di soddisfare quella parte della domanda di finanziamento che trova le maggiori difficoltà ad essere soddisfatta, sia per l'elevato livello di rischio connesso a investimenti in imprese nascenti, che per la loro dimensione finanziaria, normalmente troppo contenuta, in relazione agli elevati costi di gestione, per garantire un rendimento accettabile.

Il Fondo opera mediante due modalità di intervento distinte, il *seed financing* e lo *start-up financing*, secondo la definizione fornita dall'European Venture Capitalist Association. Il *seed financing* tratta di azioni finalizzate allo sviluppo dei risultati di attività di ricerca e sperimentazione di prodotti e processi nel momento in cui occorre realizzare un prototipo, effettuare test, verificare il mercato e implementare gli aspetti organizzativi della nuova impresa (*business plan*), attività che tradizionalmente restano escluse da forme di finanziamento tradizionale. Per *start-up financing*, si intendono azioni il cui obiettivo è supportare la materiale implementazione di progetti industriali frutto di attività di R&S, sostanzialmente finanziando lo sviluppo di un prodotto a partire da un prototipo e la sua commercializzazione, contribuendo in tal modo a creare le condizioni per un successivo intervento di investitori privati, in grado di supportare professionalmente, oltre che finanziariamente, lo sviluppo e la crescita dell'impresa.

Il Fondo di *early stage* viene gestito da un soggetto gestore specializzato in operazioni di capitale di rischio in grado di apportare capitale ad integrazione delle risorse finanziarie pubbliche, selezionato attraverso un bando di gara europeo con procedura aperta, secondo il criterio dell'aggiudicazione all'offerta più vantaggiosa sotto il profilo tecnico-economico, nel rispetto della normativa comunitaria e nazionale⁸⁷. La dotazione finanziaria globale potrà essere soggetta a periodiche revisioni, ma la partecipazione finanziaria pubblica non potrà mai superare il 70% della dotazione complessiva del fondo, mentre è compito del soggetto gestore garantire il *fund raising* relativo alla quota di cofinanziamento privato del fondo, che dovrà essere pari almeno al 30% della dotazione.

La partecipazione pubblica al Fondo avviene alle stesse condizioni di quella privata, fatta salva la garanzia concessa agli investitori privati per incentivarne la partecipazione: quando il rendimento annuo del Fondo è inferiore ad una certa percentuale, la Regione Toscana rinuncerà ad una quota delle proprie risorse (capitale e rendimento) in modo da garantire agli investitori privati un rendimento non inferiore ad una soglia stabilita in occasione della gara per la selezione del soggetto gestore (comunque non superiore al 3% della quota degli investitori privati). Gli investitori vengono rappresentati negli organi decisionali del Fondo in rapporto all'entità della quota versata.

⁸⁵ La Regione Lazio si limita a dichiarare che il fondo opererà nel rispetto della Comunicazione 2001/C 235/03; l'Emilia Romagna, invece, riporta nella Scheda di Misura e nella Convenzione di attuazione gli elementi di conformità tra le caratteristiche degli interventi e le disposizioni della Comunicazione 2001/C 235/03 e del Regolamento 448/2004.

⁸⁶ Cfr. il Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Toscana, pagg. 82 e seg., e il Capitolato speciale di appalto per l'affidamento dei servizi finanziari, entrambi disponibili sul sito www.docup.toscana.it.

⁸⁷ Direttiva 92/50/CEE del 18 giugno 1992 come modificata ed integrata dalla Direttiva 97/52/CE del 13 ottobre 1997, attuata con il D. Lgs. 17 marzo 1995 n° 157 ed il D. Lgs. 25 febbraio 2000 n° 65.

Da un punto di vista tecnico, questo strumento funziona come un fondo rotativo, alimentato dai rimborsi effettuati nel tempo, e gestito esclusivamente operando secondo i criteri di economia di mercato, per cui le decisioni di investimento saranno prese sulla base di criteri commerciali e orientate alla realizzazione di un profitto. L'acquisizione delle quote viene effettuata dal soggetto gestore del fondo in totale autonomia, in termini strettamente privatistici, quale operatore indipendente, secondo i tradizionali principi dell'economia di mercato e sulla base di una valutazione realistica delle possibilità di sviluppo dell'impresa imputabili alla capacità innovativa della stessa; le operazioni prevedono la partecipazione al capitale di rischio delle imprese beneficiarie e il conferimento di anticipazioni in conto capitale.

Il Fondo investe in attività reputate economicamente efficienti e fornisce il supporto richiesto dall'impresa sulla base dell'analisi di un *business plan* presentato dall'impresa proponente al soggetto gestore; nel caso del *seed financing*, l'analisi avviene su elementi informativi non formalizzati in un *business plan*, ma comunque sufficientemente dettagliati da delineare un piano di attività ben definito e di costo accertato e disaggregato per categorie di spesa. Il beneficiario del finanziamento dovrà successivamente, a scadenze predefinite, dimostrare l'aderenza delle spese sostenute a quelle previste dal piano finanziario, che potrà prevedere un'erogazione dell'aiuto in tranches successive, collegate a verifiche sullo stato di avanzamento del progetto e al conseguente raggiungimento di obiettivi predeterminati. L'azione deve essere comunque attuata nel rispetto dei criteri contenuti nella Decisione della Comunità Europea 2003/C 375, relativa all'Aiuto di Stato n. 181/2002, che richiamano, specificamente per questa misura, la corretta applicazione dei principi fissati dalla Commissione per il rispetto della disciplina sugli aiuti di Stato.

A questo proposito viene precisato che la partecipazione al capitale di ciascuna impresa non può superare l'importo massimo di 500.000 euro (elevabile a 750.000 nelle aree ammesse alla deroga dell'articolo 87.3.c) per ciascuna tranches di finanziamento. Inoltre, devono essere rispettati i seguenti principi in materia di cumulo: le imprese nelle quali il fondo abbia assunto una partecipazione non potranno ricevere investimenti da altri fondi di capitale di rischio che comportino risorse pubbliche qualora tali partecipazioni combinate eccedano i limiti fissati di 500.000 e 750.000 euro; le imprese nelle quali il Fondo ha investito potranno ricevere aiuti all'investimento soltanto a concorrenza del 50% delle intensità di aiuto normalmente autorizzate dalla Commissione⁸⁸.

Un apposito accordo viene stipulato fra il gestore del fondo e gli investitori, pubblici e privati, aderenti allo stesso, per la regolamentazione dei rapporti reciproci e, in particolare, per fissare gli obiettivi del fondo e il calendario previsto per gli investimenti. Il gestore ha il compito di comunicare periodicamente l'andamento del fondo agli investitori; inoltre, è tenuto a elaborare annualmente un rapporto dettagliato su ciascun finanziamento erogato dal fondo, sul tasso di rendimento di ciascun investimento e sui piani di smobilizzo programmati, determinati secondo criteri di mercato.

Per quanto riguarda i meccanismi di uscita, al momento dello smobilizzo delle quote, il valore della partecipazione del fondo viene rigorosamente determinato in base a criteri di mercato. In termini concreti, l'uscita del fondo dalle singole imprese, dopo un massimo di sette anni, può avvenire attraverso il collocamento dell'impresa sul mercato azionario (offerta pubblica iniziale), oppure mediante la vendita sul mercato della quota posseduta dal fondo (*secondary sale*) o tramite cessione dell'intero capitale dell'impresa ad un'altra impresa interessata al suo acquisto (*trade sale*), o, infine, mediante acquisto da parte dell'imprenditore della quota posseduta dal fondo (*buy back*). Il limite della durata del Fondo è stato fissato al 31 dicembre 2013, con la possibilità del gestore di richiedere una proroga di tre anni per il completamento dei disinvestimenti.

⁸⁸ Intensità di aiuto determinate nei già citati Regolamento CE n. 70/2001, come modificato dal Regolamento (CE) n. 364/2004.

3.2.2 Regione Umbria: Fondo per investimenti in capitale di rischio⁸⁹

La Regione Umbria dedica agli strumenti di finanza innovativa la misura 2.3 del DocUP: l'obiettivo, in linea con le altre esperienze regionali, è il consolidamento della base produttiva regionale, incrementando la capacità e la solidità finanziaria delle imprese attraverso l'intervento sulla insufficiente capitalizzazione, specialmente in quelle di piccola dimensione. La misura si articola in 4 azioni: la prima, che più ci interessa, prevede la costituzione di un Fondo di capitale di rischio per investimenti in capitale di rischio da fornire alle piccole e medie imprese a sostegno del loro sviluppo; la seconda, che riguarda l'innovazione, e la quarta, che si dedica all'economia sociale, dispongono la creazione di un fondo ciascuna, diviso a metà in strumenti di garanzia e di capitale di rischio; infine, la terza azione prevede un doppio fondo di garanzia per gli investimenti in PMI. La gestione di questi strumenti viene affidata ad un unico soggetto gestore, ma ognuna delle azioni viene attuata per mezzo di un Fondo specifico, distinto dagli altri.

Le misure intendono operare come uno strumento strategico per finanziare con mezzi propri i programmi innovativi di sviluppo aziendale e per stimolare le imprese all'uso di mezzi di finanziamento capaci di favorire la crescita dimensionale, la specializzazione produttiva e le *joint venture* internazionali. Attraverso uno studio di fattibilità, la Regione ha individuato le principali tipologie di servizio da offrire, tra cui l'acquisizione di partecipazioni; la partecipazione in società finanziarie per il capitale di rischio; la garanzia per partecipazioni di investitori istituzionali e di imprese; le anticipazioni di aumenti di capitale sociale; infine, i prestiti partecipativi, convertibili e non.

L'attuazione della misura deve essere effettuata in conformità con quanto previsto nella Comunicazione della Commissione sugli aiuti di Stato 2001/C 235/03; a questo riguardo, il regime di aiuto è stato notificato e autorizzato dalla Commissione in quanto compatibile con la deroga di cui all'articolo 87, comma 3, lettera c), con un procedimento durato oltre otto mesi. Parte degli interventi risultano esenti dall'obbligo di notifica in quanto conformi al Regolamento 69/2001 relativo al regime *de minimis*, mentre per gli interventi in forma di prestiti partecipativi e di garanzie si applicano le esenzioni contenute nel Regolamento 70/2001 relativo agli aiuti alle PMI, rispettando i massimali di sostegno ivi indicati.

La partecipazione dei diversi Fondi negli interventi è soggetta ad alcuni limiti: ognuno, infatti, non può utilizzare più del 45% delle risorse previste per gli aiuti in forma di garanzia e per le anticipazioni; il Fondo di capitale di rischio, inoltre, può acquisire unicamente quote di minoranza nel capitale sociale delle imprese assistite ed essere coperte finanziariamente pro-quota tra fondi pubblici e privati: la partecipazione nel capitale deve essere temporanea e lo smobilizzo deve avvenire a prezzo di mercato. Le imprese finanziate devono essere nelle fasi di *start-up* ed *early stage*, o nelle fasi di espansione conseguenti a programmi di sviluppo ed investimento: in nessun caso è possibile il finanziamento di imprese in difficoltà, secondo la vigente normativa europea, né delle spese attinenti alla gestione ordinaria dell'azienda, con il solo scopo di mantenerla in attività.

Per quanto attiene al metodo per richiedere l'intervento, questo non avviene con la semplice procedura "a sportello", ma si svolge nell'ambito di bandi multimisura al fine di sostenere processi settoriali e territoriali d'aggregazione e innovazione del sistema delle imprese.

La selezione del soggetto gestore della misura viene effettuata con una procedura di evidenza pubblica europea, secondo la disciplina comunitaria vigente in materia di appalti pubblici e servizi. I candidati devono dar prova di detenere la disponibilità di risorse finanziarie private sufficienti per la costituzione del fondo, come disposto dal Regolamento 448/2004; devono impegnarsi a rispettare i vincoli di contabilità descritti al punto 2.2 delle norme n. 8 e 9 del suddetto Regolamento; devono altresì dimostrare la professionalità, competenza e indipendenza del management per amministrarlo secondo i criteri di un'economia di mercato.

⁸⁹ Cfr. il Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Umbria, pagg. 67 e seg., il Rapporto di Esecuzione al 31/12/2004, pagg. 79 e 80, e il Bando per la selezione del soggetto gestore: tutti i documenti sono disponibili sul sito www.regione.umbria.it/docup.

3.2.3 Regione Emilia Romagna: Fondo Ingenium⁹⁰

La Regione Emilia Romagna ha predisposto all'interno del proprio Complemento di Programmazione la misura 1.5, dedicata al "sostegno allo *start-up* di imprese innovative". L'azione ha l'obiettivo di agire da stimolo per la costituzione di fondi di *Venture Capital* indirizzati alle aree meno sviluppate della regione, ma dotate di rilevanti potenzialità in considerazione della presenza di Università, Centri di ricerca o distretti industriali. In concreto, l'intervento consiste nella partecipazione alla costituzione di un fondo di capitale di rischio con il concorso del capitale privato, finalizzato a sostenere l'avvio e lo sviluppo di progetti di imprese derivanti da *spin-off* accademici e di ricerca, o comunque riferiti ad attività di carattere innovativo, attraverso l'acquisizione di quote di minoranza del capitale sociale di piccole e medie imprese.

Come nel caso toscano, gli interventi del fondo riguardano due tipologie distinte di imprese: quelle costituite da non più di 12 mesi che detengono i requisiti per rientrare nella tipologia di investimento detta *seed financing*; quelle costituite da non più di 36 mesi che detengono i requisiti per rientrare nella tipologia definita come *start-up financing* (entrambe queste formule sono state descritte sopra). Il fondo investe principalmente in imprese *knowledge based*, con forti potenziali di crescita e con un team imprenditoriale in grado di affrontare con successo le sfide che la fase d'avvio impone all'azienda.

Il beneficiario finale della misura è un Fondo di *Venture Capital* che viene costituito come un'entità giuridica indipendente disciplinata da accordi fra gli azionisti o come capitale separato all'interno dell'istituzione finanziaria già esistente: in quest'ultimo caso, è necessario che il fondo preveda una contabilità separata che distingua le nuove risorse investite nel fondo da quelle preesistenti. Gli azionisti del fondo sono tenuti a contribuire alla costituzione dello stesso in misura compatibile con quanto previsto dal Regolamento 448/2004.

Il soggetto gestore che gestirà il fondo viene individuato attraverso un bando di gara europeo con procedura aperta, nel rispetto della normativa nazionale e comunitaria e, in particolare, delle disposizioni di cui al punto IV.1 della Comunicazione della Commissione 2001/C 235/03. Inoltre, il soggetto gestore deve dar prova di detenere la disponibilità di risorse finanziarie private sufficienti per la costituzione del fondo, come disposto dal Regolamento 448/2004, nonché la professionalità, competenza e indipendenza del management per amministrarlo secondo i criteri di un'economia di mercato.

L'Autorità di gestione provvede successivamente a stipulare con il soggetto gestore selezionato una apposita convenzione, in cui vengono specificati: le modalità di partecipazione e di versamento dei capitali al Fondo; l'onerosità ed i criteri di calcolo dei costi di gestione, che comunque non possono superare il 5% del capitale versato in media annuale; che il Fondo interviene a fronte di una decisione di incremento del capitale sociale dell'azienda da parte dei soci e sulla base di un programma di innovazione tecnologica, di investimento, di ampliamento o di sviluppo aziendale.

La convenzione, inoltre, contiene assicurazioni sul rispetto dei vincoli della normativa sugli aiuti di Stato: la conformità con le regole di ammissibilità delle spese approvate dalla Commissione in materia di ingegneria finanziaria; che la partecipazione del Fondo non sarà superiore al 45% del capitale sociale complessivo dell'impresa; che l'acquisizione delle quote avverrà sulla base di una valutazione delle possibilità di sviluppo dell'impresa imputabili alla capacità innovativa della stessa ed a condizioni analoghe a quelle ritenute accettabili da un normale operatore economico in un'economia di mercato; che alle stesse condizioni deve essere valutato il prezzo di smobilizzo; che le modalità di distribuzione dei rendimenti o delle perdite connesse all'insieme degli investimenti realizzati, saranno ripartiti fra tutti gli azionisti ed i Fondi Strutturali in proporzione alle rispettive quote detenute nel Fondo e senza alcuna preferenza per gli investitori privati.

La rigida definizione di questi vincoli nel testo della convenzione, con la conseguente assunzione di responsabilità da parte del soggetto gestore, risulta fondamentale in quanto il regime di aiuto non

⁹⁰ Cfr. il Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Emilia Romagna, pagg. 65 e seg., e la presentazione del fondo Ingenium, entrambi disponibili sul sito www.ermesimprese.it, alla voce obiettivo 2;

è stato notificato alla Commissione ai sensi degli articoli 87 e 88 del Trattato che istituisce le Comunità europee. Questa scelta può sembrare azzardata per il rischio di incorrere in una decisione di modifica o soppressione dell'aiuto da parte della Commissione, ma alla luce dei tempi richiesti per la procedura di autorizzazione, la regione ha preferito strutturare la misura in maniera tale che non potesse in alcun modo configurarsi come aiuto di Stato, obbligando il soggetto gestore al rispetto delle disposizioni della Comunicazione 2001/C 235/03.

3.2.4 Regione Lazio: Fondo di capitale di rischio⁹¹

La Regione Lazio ha attivato il suo programma di finanziamento del capitale di rischio con la sottomisura IV.2.3 del Complemento di Programmazione, che prevede la costituzione di un "Fondo di capitale di rischio per i processi di innovazione". L'azione si inserisce nella misura IV.2 in modo da completare un sistema organico di sostegno all'innovazione organizzativa e tecnologica delle PMI, che parte dall'attività di ricerca precompetitiva fino all'intervento nel capitale di rischio dell'impresa nella fase di avvio o di sviluppo, contribuendo al raggiungimento degli obiettivi delle strategie di Lisbona e Göteborg.

Nello specifico, la sottomisura è diretta all'acquisizione di partecipazioni finanziarie in imprese operanti in settori ad elevato contenuto tecnologico ed innovativo, con necessità di avviare processi di rinnovamento o miglioramento tecnologico di processo e/o di prodotto di notevole entità; gli interventi del Fondo si realizzano al momento della costituzione, nelle prime fasi o durante processi di espansione debitamente giustificati, in compartecipazione con società che gestiscono Fondi privati di *venture capital* e/o *merchant bank*, che verranno selezionati attraverso procedure di evidenza pubblica. Si tratta di una linea finanziaria vincolata: gli interventi possono consistere in partecipazioni minoritarie nel capitale di rischio di piccole e medie imprese (massimo il 49% del capitale sociale incrementato delle riserve e/o rivalutazioni) e temporanee (massimo 5 anni), da assumere al momento della costituzione di una nuova impresa o in occasione di un aumento di capitale di un'impresa esistente, ivi comprese sottoscrizioni di prestiti obbligazionari convertibili. Il Fondo ha carattere rotativo e viene alimentato con le quote di compartecipazione rimborsate secondo i criteri di restituzione ed attualizzazione previamente stabiliti tra le parti. I rendimenti ottenuti dagli investimenti possono essere destinati in via preferenziale agli azionisti privati che gestiscono in compartecipazione i finanziamenti, fino al livello di remunerazione massimo stabilito nel contratto.

Il Fondo è costituito in seno ad un'istituzione finanziaria già esistente, la finanziaria regionale FILAS SpA, ed è oggetto di una convenzione di attuazione specifica stipulata tra questa e la Regione, sulla base di un Piano di attività del Fondo e nel rispetto delle condizioni previste al punto 2 della Norma 8 del Regolamento 448/2004. La FILAS è tenuta a gestire il Fondo in conformità della normativa vigente e a fornire un costante aggiornamento sull'utilizzo dello stesso all'Autorità di Gestione del DocUP che sorveglia l'applicazione del suddetto Piano. In un primo momento il Fondo sarà costituito per il 65% da risorse pubbliche, comunitarie e nazionali, e per il restante 35% da risorse FILAS: attraverso una procedura di evidenza pubblica, la stessa FILAS può invitare i gestori di fondi di *Private Equity* e di *Venture Capital* a copartecipare al fondo, al fine di reperire capitale privato sul mercato.

I progetti sono selezionati sulla base di specifiche domande di contributo presentate dalle imprese mediante procedura "a sportello" successivamente alla pubblicazione di un apposito bando di accesso, nel quale saranno esplicitate le modalità, i criteri di selezione e valutazione, i tempi di erogazione, le modalità di dismissione e quanto altro necessario per garantire la realizzazione degli interventi e la sopravvivenza finanziaria del fondo.

La FILAS provvede a verificare la fattibilità tecnico-economica degli interventi nei limiti delle risorse disponibili, a determinare gli strumenti più efficaci da proporre tra quelli previsti nel proprio

⁹¹ Cfr. il Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Lazio, pagg. 277 e seg., sul sito www.docup.lazio.it, e il relativo Bando, disponibile al sito www.filas.it.

Statuto e ad effettuare tutte le altre verifiche istruttorie che verranno sottoposte per le conseguenti decisioni agli organi deliberanti. La relazione finale dovrà evidenziare l'ammontare massimo dell'intervento complessivo, suddiviso fra il contributo del Fondo e quello degli azionisti privati, ivi inclusa la FILAS; la relazione dovrà anche individuare i criteri di remunerazione dell'intervento a valere sul Fondo se diversi da quelli degli azionisti privati. La FILAS, infine, sulla base dell'eventuale delibera favorevole del Nucleo di Valutazione circa l'ammissibilità del finanziamento, procede alla stipula dei Patti parasociali ed alla conseguente attuazione dell'intervento.

Come nel caso della misura della Regione Emilia Romagna, anche questa azione non è stata notificata alla Commissione ai sensi degli articoli 87 e 88 del Trattato, rendendo possibile una notevole riduzione nei tempi di attivazione. Nel Complemento di Programmazione viene riportato semplicemente che l'intervento non configura aiuto operando nel rispetto della Comunicazione della Commissione 2001/C 235/03: le partecipazioni nel capitale delle imprese sono in media pari a 500.000 euro, mentre il limite massimo di ogni intervento del fondo può essere quantificato in 750.000; la partecipazione minima del capitale privato (il 35%) è assicurata nel Piano di attività del Fondo; inoltre, anche all'impresa è prescritta la conformità con la normativa europea incluso quanto disposto dalla suddetta Comunicazione.

3.3 Riepilogo dei risultati delle misure attive

Nella prima delle tabelle che seguono sono riepilogati i dati degli strumenti di ingegneria finanziaria della Regione Toscana, insieme al fondo rotativo di prestiti rimborsabili; nella tabella successiva, sono ricapitolati i dati relativi ai fondi di capitale di rischio delle regioni italiane in cui risultano attivati ad oggi. Questi dati riportano la composizione della disponibilità finanziaria delle azioni, nonché i risultati conseguiti.

Tabella 2 - Strumenti rotativi della Regione Toscana

	<i>Disponibilità</i>	<i>Contributo Pubblico</i>			<i>Contributo Privato</i>	<i>Imprese assistite</i>	<i>Risorse impegnate</i>
		Totale	FESR	Stato			
Fondo di garanzia Misura 1.3.1	8.251.136	5.950.000	1.487.500	4.462.500	2.301.136	166	2.999.854
Prestiti partecipativi Misura 1.3.2	6.195.420	4.604.323	1.151.081	3.453.242	1.591.097	1	400.000
Fondo "Early stage" Misura 1.3.3	10.492.657	7.440.673	1.860.168	5.580.505	3.051.985	0	0
Ingegneria finanziaria (Totale)	24.939.213	17.994.995	4.498.749	13.496.246	6.944.218	167	3.399.854
Prestiti rimborsabili Misura 1.1.1	119.095.795	119.095.795	29.773.949	89.321.846	0	114	47.100.000

Anzitutto, limitatamente alla Regione Toscana, sono stati messi a confronto i dati relativi alle azioni attuative della misura sull'ingegneria finanziaria con uno strumento rotativo collaudato come i prestiti rimborsabili. Come dimostrano le cifre, e i tempi di attuazione, gli strumenti che registrano uno stato di funzionamento più avanzato, in linea con le previsioni dei documenti programmatici, sono il fondo di garanzia e i prestiti rimborsabili, entrambi con fondate prospettive di spendere tutte le risorse stanziare. Ie666l primo ha assistito 166 imprese, spendendo 3 milioni di euro, il 36,4% della dotazione finanziaria, mentre la misura 1.1.1 ha finanziato 114 progetti, con un impegno di risorse di oltre 47 milioni di euro, pari al 39,5% della disponibilità totale e quasi al doppio dell'intera dotazione della misura 1.3. Dall'altro lato, il fondo di *Early stage* è stato appena attivato, mentre per l'altra sottomisura è stato realizzato un unico intervento di partecipazione nel capitale di rischio, pari a 400.000 euro: è probabile, considerando la scarsa richiesta da parte del territorio, che le risorse del fondo di prestiti partecipativi vengano assegnate ad altre misure in occasione della prossima revisione del Complemento di Programmazione, in modo da non perderne la disponibilità.

Il maggiore successo delle forme di aiuto più tradizionali si riflette nella differenza delle risorse allocate, quasi 25 milioni di euro per l'intera misura di ingegneria finanziaria contro i 119 milioni del solo fondo per prestiti partecipativi; le ragioni sono da ricercarsi in una serie di fattori: da una parte, la maggiore semplicità nella predisposizione di questi strumenti da parte dei funzionari regionali, che si traduce in una più rapida attivazione delle misure e in un sistema di gestione e valutazione più snello, frutto di una collaudata esperienza. Dall'altra parte, si riscontra una maggiore familiarità del territorio con certe tipologie di aiuto, a cominciare dal settore professionale che funge da collegamento tra le imprese e i programmi del DocUP; a questo si aggiunga la minore complessità degli adempimenti burocratici richiesti alle imprese, le tipologie di spese che le imprese hanno necessità di finanziare, la presenza di una cultura imprenditoriale non ancora orientata alla capitalizzazione.

Tabella 3 - Fondi di capitale di rischio

	<i>Disponibilità</i>	<i>Contributo Pubblico</i>			<i>Contributo Privato</i>	<i>Imprese assistite</i>	<i>Risorse impegnate</i>
		Totale	FESR	Stato			
Fondo "Early stage" Misura 1.3.3 TOSCANA	10.492.657	7.440.673	1.860.168	5.580.505	3.051.985	0	0
Fondo Ingenium EMILIA ROMAGNA	15.400.815	10.534.158	5.267.080	5.267.078	4.866.657	0	0
Fondo di capitale di rischio LAZIO	18.937.020	12.309.060	4.494.770	7.814.290	6.627.960	10	6.099.820
Fondo di capitale di rischio UMBRIA	15.900.000	7.950.000	3.320.511	4.629.489	7.950.000	0	0

Per quanto riguarda specificatamente i risultati delle misure di intervento sul capitale di rischio delle imprese, cominciamo con la misura 1.3.3 della Regione Toscana. Secondo i dati dell'ultimo piano finanziario approvato (aprile 2005), la disponibilità totale del Fondo di *Early stage* ammonta a 10.492.657 euro; di questi, poco meno di 2 milioni sono risorse provenienti dal FESR, circa 5,5 sono contributi pubblici di origine nazionale, mentre la partecipazione privata è di poco superiore ai 3 milioni di euro, pari al 29,1%. Il lungo processo di attivazione della misura, durato oltre tre anni e mezzo, è stato avviato all'inizio del 2002 con la notifica del regime di aiuto alla Commissione: una procedura della durata di 12 mesi conclusasi con la decisione sopra citata del febbraio 2003; nel maggio del 2004 è stato indetto il bando per la selezione del soggetto gestore, aggiudicato nel settembre dello stesso anno. Dopo il controllo dell'esistenza dei requisiti tecnico-finanziari previsti dalla normativa, la convenzione tra la Regione e Gruppo Sviluppo Italia è stata firmata nel mese di settembre 2005, con il successivo trasferimento delle risorse al Fondo stesso per la sua costituzione: la misura pertanto è appena stata attivata, di conseguenza nessun intervento è stato ancora realizzato. Il Fondo si avvale della consulenza di Sviluppo Italia Toscana, la società regionale del Gruppo, che si occupa anche di curare l'attività di *scouting*, l'individuazione dei progetti imprenditoriali, nonché di tenere i contatti con le università e i centri di ricerca, prestando particolare attenzione ai progetti di *spin-off*.

Anche la Regione Umbria risulta piuttosto indietro nella operatività degli strumenti di ingegneria finanziaria: a seguito della selezione dei candidati, la gestione dei servizi finanziari che fanno capo agli strumenti predisposti dalla misura 2.3, con una dotazione complessiva intorno ai 33 milioni di euro, è stata affidata nel settembre 2004 alla associazione temporanea di imprese (ATI) Prisma⁹². Per quanto riguarda il Fondo di capitale di rischio, la disponibilità totale ammonta a 15.900.000 di euro: di questi il contributo del settore privato è di 7.950.000, pari al 50%, il più alto tra le regioni italiane; il restante è stato diviso tra il cofinanziamento FESR di circa 3,3 milioni, e quello nazionale, di poco inferiore ai 4,5 milioni. Analogamente al fondo toscano, i tempi di attuazione di questa misura comprendono la procedura di notifica alla Commissione, durata otto mesi e conclusasi nel dicembre 2003. La convenzione tra la ATI Prisma e la Regione Umbria è stata firmata nel novembre del 2004, le risorse sono state impegnate e liquidate nel mese di dicembre, mentre la "presa d'atto" della Giunta regionale del piano di attività del soggetto gestore è avvenuta un anno dopo, il 15 novembre 2005; secondo la tempistica contenuta nel Complemento di Programmazione, tali procedure avrebbero dovuto concludersi con la piena operatività dei Fondi entro il terzo trimestre del 2002. Le ragioni del ritardo vanno ricercate anzitutto nell'avvio tardivo del processo di attivazione della misura, iniziato nel 2003; altrettanto determinanti risultano, oltre che i tempi lunghi per la notifica alla Commissione, le difficoltà incontrate per la predisposizione ed esecuzione del bando di gara per la selezione del soggetto gestore e per la verifica delle caratteristiche tecniche. Alla fine di novembre 2005, è in corso l'attività di *screening* dei domande presentate dalle imprese: su 14 progetti, 5 hanno superato la prima fase di valutazione che si è conclusa con una delibera di gradimento per 4 e con l'esclusione di uno; l'intera procedura di valutazione, che prosegue con la fase di analisi di *due diligence*, al termine della quale viene decisa l'ammissibilità dell'investimento, ha una durata complessiva media tra le 16 e le 20 settimane.

In Emilia Romagna si sono avuti molti problemi nel reperire un soggetto gestore che ritenesse economicamente conveniente la partecipazione alla misura: il vincitore del bando, chiuso nell'ottobre 2003, è risultato una Management Company italo-olandese, formata da Meta Group e Zernike Group, con la quale la Regione ha firmato la convenzione nel dicembre 2004. Il Fondo *Ingenium* è divenuto così operativo nel corso del 2005, con un *road show* di presentazione nei mesi di settembre e ottobre: lo strumento ha una dotazione finanziaria che ammonta a 15.400.815 euro: 10.534.158 sono di origine pubblica (5.267.080 dal FESR e 5.267.078 dallo Stato) pari al 68,4%,

⁹² La ATI Prisma è composta dalla finanziaria regionale, Gepafin SpA, capofila del progetto, da alcune società di *venture capital*, tra cui figura anche Meta Group, il gruppo co-gestore dell'equivalente misura in Emilia Romagna, e sedici tra banche, società e consorzi fidi rappresentanti l'intero sistema regionale.

mentre il restante 31,6% è conferito dal soggetto gestore (4.866.657 euro). Per quanto riguarda lo stato di avanzamento dell'azione, ancora nessuna impresa ha avuto accesso al programma: 8 sono le imprese che hanno iniziato la procedura di verifica superando lo *scouting* iniziale, di cui due sono in fase avanzata nel processo di *due diligence* e prossime all'ammissione al finanziamento⁹³.

Relativamente alla Regione Lazio, la disponibilità finanziaria attuale del Fondo di cui alla misura IV.2.3 è di poco inferiore ai 19 milioni di euro: il cofinanziamento del FESR ammonta a circa 4,5 milioni, le risorse nazionali a 7.814.290, mentre il settore privato contribuisce con oltre 6,6 milioni, corrispondenti al 35% richiesto dalle disposizioni regionali. I documenti relativi alla gestione del Fondo (piano di attività, statuto, convenzione per la gestione, partecipazione dei partner privati) sono stati perfezionati nel corso del 2003 e approvati con Decreto della Giunta regionale del 19 settembre 2003. Risulta evidente il notevole anticipo nell'attivazione di questa misura rispetto alle altre regioni italiane: come accennato, la notevole riduzione dei tempi di attuazione va ricercata da una parte, nella scelta di non notificare alla Commissione il regime di aiuti della misura, dall'altra, nell'affidamento diretto della gestione del Fondo alla finanziaria regionale, con il conseguente taglio delle procedure di selezione del soggetto gestore⁹⁴. L'esperienza maturata dalla FILAS nel settore garantisce anche una procedura di valutazione dei progetti piuttosto snella, che risulta in media intorno alle 12 settimane. Non sorprende dunque che questo sia lo strumento di capitale di rischio che presenta uno stato di funzionamento più avanzato: ad oggi risultano assistite 10 imprese, con un ammontare di risorse impegnate di poco inferiore a 6,1 milioni di euro, pari al 32,2% della disponibilità totale e con buone prospettive di impegnare tutte le risorse programmate entro la fine del periodo di programmazione.⁹⁵

⁹³ Dati forniti dalla Regione Emilia Romagna, a seguito di un'intervista con un funzionario.

⁹⁴ La procedura di evidenza pubblica è infatti riservata alla selezione di società che gestiscono Fondi privati di *venture capital* e/o *merchant bank* per definire i termini della loro compartecipazione al Fondo.

⁹⁵ Dati forniti dalla FILAS SpA, a seguito di intervista con il responsabile degli interventi sulla misura IV.2.3.

CAPITOLO 4

In questo capitolo vengono esaminati gli strumenti di finanziamento del capitale di rischio tramite le risorse FESR nel DocUP della regione Nord Est del Regno Unito. La scelta di proporre questa regione come termine di paragone è dovuta al successo di questo tipo di interventi ottenuto sul territorio, associato con l'avanzato sviluppo del mercato dei capitali di rischio in Gran Bretagna rispetto all'Europa continentale, in particolare all'Italia: nel 2003 l'industria del *private equity* in Gran Bretagna rappresentava il 47% del totale degli investimenti europei, contro il 15% della Francia, il 10% dell'Italia e il 9% della Germania⁹⁶.

Gli investimenti nel capitale di rischio in Gran Bretagna sono aumentati del 31% nel 2004, raggiungendo una quota di poco inferiore a 7.800 milioni di euro (in Italia sono stati investiti 1.480 milioni). Naturalmente anche il Regno Unito, nell'ambito dei problemi di accesso ai finanziamenti, sperimenta un consistente *equity gap* nel finanziamento delle piccole e medie imprese, specialmente per quanto riguarda le *early stage* e i settori ad alto contenuto tecnologico, nei termini esposti nel secondo capitolo. Nel 2004 gli investimenti nelle sole *start-up* hanno rappresentato il 2% (140 milioni di euro) dell'ammontare totale, invertendo però il *trend* storico, a differenza del nostro Paese, con un incremento del 3% rispetto al 2003; in generale, gli investimenti nelle fasi di *early stage* rappresentano solo il 3,5%, in contrazione rispetto all'anno precedente. Per quanto riguarda il settore tecnologico, l'ammontare investito è sceso sotto il miliardo di euro (in Italia è stato pari a 74 milioni), con una riduzione del 17% rispetto al 2003, generalizzata a tutti i comparti⁹⁷.

4.1 Le misure DocUP del Nord Est del Regno Unito

La regione del Nord Est del Regno Unito, che insieme al Nord Ovest raccoglie soltanto il 10% degli investimenti in capitale di rischio realizzati nel Paese, registra un basso livello di investimenti nelle PMI, con un corrispondente alto tasso di fallimenti finanziari; studi più specifici hanno dimostrato che il basso livello di capitalizzazione delle imprese e le procedure per ottenere finanziamenti rappresentano rilevanti ostacoli per accedere all'ampio mercato dei capitali con investimenti di piccolo taglio⁹⁸.

Di conseguenza, anche in questa Regione sono stati predisposti interventi diretti a incoraggiare l'accesso alle fonti di finanziamento con strumenti idonei a coprire le carenze del mercato, soprattutto per le fasi di *start-up*, in cui le prospettive di sopravvivenza e di successo sono limitate, fornendo il sostegno finanziario per nuovi investimenti produttivi, in grado di creare incrementi in termini occupazionali e di produttività.

Il Complemento di Programmazione dedica dunque due misure, strettamente collegate fra loro, al tema dell'accesso alle fonti di finanziamento: la misura 1.2, rivolta agli imprenditori e al miglioramento della competitività e del tasso di sopravvivenza delle nuove aziende, e la misura 2.2, diretta all'aumento della produttività, competitività e tasso di sopravvivenza di imprese già esistenti; entrambe le azioni sono cofinanziate con i fondi del FESR.

⁹⁶ "The economic impact of private equity in the UK", a cura della BVCA, disponibile sul sito www.bvca.co.uk.

⁹⁷ "BVCA Report on Investment Activity in 2004", sul sito dell'associazione è disponibile il *summary* della relazione.

⁹⁸ "The Competitiveness Project", North East Regional Competitiveness Report 1997, University of Newcastle upon Tyne, disponibile sul sito www.campus.ncl.ac.uk/unbs/hylife2/lib.

4.1.1 La misura 1.2⁹⁹

La misura 1.2, abbiamo accennato, riguarda gli imprenditori e il sostegno alle nuove imprese fino a 36 mesi di esistenza, favorendo l'accesso ai finanziamenti per mezzo di una gamma di strumenti che comprendono: programmi regionali di prestito, programmi di *venture capital* e sovvenzioni a titolo di incentivo per un limitata tipologia di progetti o per coprire alcuni costi relativi agli *assets* di bilancio. A questo titolo, nella scheda è precisato che non è più desiderabile incoraggiare una cultura delle sovvenzioni per le PMI, considerando le capacità di reimpiego che offrono gli strumenti rotativi come i fondi di prestiti e capitale di rischio alla fine del periodo di programmazione; in alcune circostanze, però, gli aiuti diretti possono offrire gli incentivi necessari per gruppi sociali sottorappresentati o per particolari settori che altrimenti non riceverebbero attenzione sufficiente dal mercato, per scarsa fiducia, risultandone esclusi.

I risultati attesi dagli interventi sembrano ambiziosi: oltre 42 milioni di euro di incremento nel giro d'affari, cui si aggiungono altri 18 di volume salvaguardato; per quanto riguarda l'occupazione, è prevista la creazione di 1.162 nuovi posti di lavoro, più altri 498 mantenuti.

Gli interventi realizzabili nell'ambito di questa misura abbracciano: supporto, sviluppo e contributi a programmi di regionali di prestito, rimborsabile e partecipativo, di *venture capital* e di altri strumenti finanziari, dove sono sperimentati *gap* di finanziamento e i rischi sono in eccesso rispetto alle normali condizioni di mercato; attività per incoraggiare l'accesso ai fondi finanziati con questa misura per le imprese *start-up*, in particolare per i gruppi sociali con maggiori difficoltà di inclusione e che comportano un rischio maggiore (come i secondi tentativi imprenditoriali); programmi di sovvenzioni a fondo perduto per tipologie limitate di spese ammissibili dirette alla crescita dell'impresa, come lo sviluppo di nuovi prodotti e/o processi o l'investimento in nuovi macchinari.

Per quel che si riferisce alle questioni esecutive, il supporto fornito tramite questa misura è focalizzato sui progetti che offrono un approccio comprensivo al finanziamento, concentrato sui programmi di prestito e di capitale di rischio coordinati a livello regionale; le iniziative finanziarie dovrebbero essere condotte, per quanto possibile, come progetti di *joint venture*, che comportino una rilevante quota di partenariato pubblico/privato e che siano diretti alla rimozione degli ostacoli verso i gruppi sociali minoritari. I progetti devono inoltre prevedere un continuo sostegno alla gestione della clientela e processi per i commenti dei clienti, per il miglioramento continuo e per le valutazioni.

Il sostegno al management dell'impresa (come la pianificazione finanziaria dalla previsione di *cash flow* alla quotazione in Borsa) è limitato per questa misura al 10% delle risorse ed è riservato soltanto ai progetti che cercano e ottengono finanziamenti attraverso questa misura; anche le previsioni di supporto successivo all'ottenimento dei finanziamenti sono soggette allo stesso limite. Per quanto attiene ai costi di gestione di fondi, questi devono osservare i vincoli stabiliti nella normativa europea, a cominciare dal Regolamento 448/2004, ed essere quindi inferiori al 5% del totale dei costi ammissibili; questi devono essere dunque dettagliati in modo da poter calcolare con facilità tale limite.

Infine la misura considera di particolare importanza l'integrazione nei progetti presentati delle *best practices* riguardo alle cosiddette priorità trasversali: la sostenibilità ambientale, le pari opportunità e l'applicazione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC).

4.1.2 La misura 2.2¹⁰⁰

Questa misura focalizza principalmente sulle piccole e medie imprese esistenti che sperimentano difficoltà nell'accedere alle fonti di finanziamento; al contempo mira a creare un mercato regionale per la finanza che incoraggi l'imprenditorialità, ricompensi il rischio e non penalizzi eccessivamente il fallimento. L'azione è pertanto diretta a colmare le lacune dei mercati del finanziamento

⁹⁹ Vedere il Complemento di Programmazione Objective 2 North East, pagg. 12 e seg., disponibile sul sito www.europeanfundingne.co.uk.

¹⁰⁰ *Ibidem*, pagg. 57 e seg.

proponendo soluzioni innovative per le PMI, posto che queste soddisfino i criteri di necessità, *due diligence* e di competitività.

Anche per questa azione i risultati attesi sono di uno spessore rilevante: il volume d'affari netto generato dagli interventi è previsto per oltre 323 milioni di euro, mentre quello mantenuto pari a 138,5 milioni; i posti di lavoro netti aspettati sono 8.862, più altri 3.858 salvaguardati.

La misura 2.2 risulta strettamente correlata con la precedente, tanto che la maggior parte delle disposizioni vengono riprese testualmente, a cominciare dalla tipologia degli interventi realizzabili: è previsto il supporto e contributo a programmi di prestito e capitale di rischio diretti ad affrontare le necessità di finanziamento delle PMI nell'arco delle loro fasi di vita (non solo i primi 36 mesi), nei casi in cui tali necessità non vengono soddisfatte dai mercati convenzionali. Più dettagliate sono le previsioni per l'accesso ai regimi di sovvenzioni: aiuti diretti o crediti per l'innovazione a sostegno degli studi di fattibilità per l'innovazione tecnologica, della produzione di prototipi tecnologicamente avanzati, della commercializzazione dei prodotti e dei costi di produzioni qualora risultino in un incremento della capacità produttiva; sovvenzioni per gli investimenti produttivi, come nuovi impianti, macchinari e apparecchiature; programmi di aiuto diretto per imprese esistenti o per costi di sviluppo per l'espansione, nel caso di acquisto di macchinari per migliorare l'efficienza produttive e le *performance* ambientali.

A livello di esecuzione, vengono preferiti i progetti che si concentrano sulle imprese con prospettive di crescita e forniscono un pacchetto di investimento accompagnato a servizi di *management advice* e ad altre forme di consulenza e *tutoring*. Il ricorso alle sovvenzioni deve essere limitato ai soli casi in cui le forme di prestito e *venture capital* non risultano appropriate; sviluppato a livello regionale o sub-regionale per evitare duplicazioni e raggiungere la massa critica; infine è necessario che i programmi di aiuti diretti siano chiaramente giustificati e collegati a incrementi della capacità produttiva. Per quel che resta, le previsioni sono le medesime viste per la misura 1.2, in particolare per il limite del 10% delle risorse da destinare al supporto del management dell'impresa, i vincoli ai costi di gestione dei fondi e l'integrazione delle pratiche riguardo alle priorità trasversali.

4.2 I Fondi di venture capital della Regione

Il governo del Nord Est del Regno Unito ha creato un insieme di strumenti per raggiungere gli obiettivi fissati nelle misure 1.2 e 2.2, sia a livello di schemi di sovvenzioni, che a livello di programmi di prestiti, come il "Money with Management" e il "Regional Micro Loan Fund".

Per quanto riguarda i fondi per il capitale di rischio attivati con il concorso delle risorse del FESR, sono stati predisposti tre diversi programmi: il "Proof of Concept Fund", il "North East Co-Investment Fund" e il "North East Regional Investment Fund III"; la disponibilità finanziaria complessiva raggiunta da questi tre strumenti supera i 115 milioni di euro, dei quali circa 52 sono risorse provenienti dal FESR.

Il Proof of Concept e il North East Co-Investment Fund sono gestiti dalla NStar Ltd, una compagnia finanziaria concentrata sugli investimenti nell'alta tecnologia, creata dall'Agenzia di sviluppo regionale One North East con l'obiettivo di stimolare il finanziamento alle imprese *early stage* nella regione, operando sia sulla domanda che sull'offerta di capitale di rischio. NStar ha ricevuto in gestione gli oltre 40 milioni di euro (27,5 milioni di sterline) destinati dai Fondi Strutturali, per mezzo delle misure 1.2 e 2.2, allo sviluppo della piccola e media impresa nella regione; le risorse europee sono state divise nei due fondi di *venture capital*, le cui caratteristiche vengono analizzate in seguito.

In questo modo la NStar, con la collaborazione dell'Agenzia di sviluppo e del Governo regionale e i fondi della politica di coesione europea, riesce ad offrire alla regione un *continuum di finanziamento*, ispirato a un approccio globale al problema dell'accesso al finanziamento delle imprese con grandi potenziali di crescita, ma anche più rischiose, mettendo a disposizione un sostegno finanziario dalle primissime fasi di sviluppo di un'idea, alla creazione di un'impresa produttiva e alla commercializzazione dei prodotti, servizi e/o processi, fino alla espansione della società.

A livello regionale, inoltre, i meccanismi a disposizione delle imprese che cercano aiuto per le loro necessità sono stati semplificati in un unico *step*, con un contatto iniziale presso un'agenzia specializzata chiamata Business Link, che opera accanto ad una gamma di servizi pubblici di supporto diretti a migliorare le *performance* dell'economia regionale attraverso, per esempio, l'importazione nelle imprese locali delle *best practices* europee. Business Link fornisce alle aziende un'informazione completa e indipendente, indicando le soluzioni e gli organismi più adeguati sul territorio in relazione ai problemi; mentre circa l'80% delle richieste riguarda specifiche questioni circoscritte, il 20% risulta in cerca di una assistenza più complessa: i programmi disposti dal DocUP regionale con le risorse europee mirano principalmente a fornire un appoggio a questo 20%¹⁰¹.

4.2.1 Proof of Concept Fund

Il Proof of Concept¹⁰², costituito sulla base di un precedente progetto pilota, è un Fondo di prestiti convertibili fino a 60.000 sterline (poco meno di 90.000 euro) diretto agli investimenti in piccole e medie imprese nei settori di alto contenuto scientifico e tecnologico, nonché in progetti di costituzione d'impresa e creazione di prodotti e/o processi sulla base di *spin-off* di ricerca; l'intenzione è di sviluppare le possibilità dei progetti di accedere a finanziamenti più consistenti, in un'ottica di *continuum of finance*.

Progettato per sostenere le primissime fasi nella creazione di una impresa, *seed financing* e *pre-start financing*, in cui l'esito dell'investimento è lontano dall'essere prevedibile, questo strumento è caratterizzato da un altissimo rischio: la *mission* del Fondo è infatti ridurre il rischio dei progetti finanziati, per migliorare le loro possibilità di assicurarsi finanziamenti successivi. La disponibilità finanziaria totale del Fondo ammonta a circa 15 milioni di euro, di cui 6,75 provenienti dalle risorse FESR, il restante fornito dall'agenzia One North East con risorse provenienti dal DocUP.

L'obiettivo del POC è di stimolare la domanda di fondi per lo sviluppo di un'attività economica dalla ricerca scientifica regionale, quindi è riservato alla copertura degli investimenti con un alto livello di rischio in imprese ad alto potenziale di crescita; per questa ragione, le aziende che sono abbastanza stabili da poter accedere a un finanziamento di debito convenzionale presso un istituto finanziario o da disporre di una sufficiente capitalizzazione non vengono generalmente considerate ammissibili: senz'altro non sono ammesse richieste di intervento per rifinanziare attività esistenti, né per coprire i normali costi operazionali.

Ottenuto il finanziamento, se un progetto viene concluso con successo, il fondo ha la discrezione di scegliere se convertire il prestito in capitale di rischio: o il finanziamento viene ripagato come un normale prestito (benché dalla struttura molto più flessibile rispetto a quelli tradizionali), ad un tasso di interesse previamente fissato dalle parti, oppure viene convertito in azioni del capitale della società assistita. Il calcolo degli interessi parte dalla data di rilascio delle risorse, ma il pagamento delle somme dovute inizierà soltanto quando il progetto comincia a generare un flusso di reddito; la forma e i tempi di pagamento vengono decise dalle parti cercando di garantire la massima flessibilità all'impresa e un piano minimo di rientro per il Fondo.

Per quanto riguarda la trasformazione del prestito in *equity*, le dimensioni della quota azionaria mantenuta dal Fondo dipendono dallo stato di sviluppo dell'impresa, dalla sua valutazione e dalle opportunità di disinvestimento: in generale, il limite massimo consentito al Fondo è del 15%, senza diritti di voto, né di rappresentanza. L'ottica del Fondo è di incoraggiare lo sviluppo della capitalizzazione delle imprese assistite, considerata un motore per la crescita economica in linea con gli obiettivi regionali.

Il Fondo tende naturalmente a cercare un appropriato rendimento per i propri investimenti, i progetti vengono quindi valutati e accettati sulla base di considerazioni commerciali: questa è una garanzia della capacità dell'investitore di favorire la crescita e il consolidamento di una forte base

¹⁰¹ Cfr. European funding the North East Objective 2, the year in summary, 2004 Annual Report, pag. 15, disponibile sul sito www.europeanfundingne.co.uk.

¹⁰² Cfr il pacchetto informativo del Fondo disponibile sul sito www.nstarfinance.com.

economica nella regione; il POC è strutturato come un fondo rotativo, alimentato dai rientri dei prestiti e dalle realizzazioni di capitale.

Obiettivi più specifici riguardano: la realizzazione di studi di fattibilità sui risultati della ricerca per verificarne le opportunità di trasferimento in prodotti e/o processi commerciabili; la conduzione di ricerche di mercato per accertare le potenzialità di un progetto di impresa, in modo da accedere a finanziamenti più consistenti per tradurlo in realtà; l'aumento la qualità e la quantità di idee e progetti nella regione in grado di attrarre investimenti successivi; l'assistenza alle imprese *early stage* nella fase di valutazione degli investimenti finanziando il processo di *due diligence*.

Per l'ammissione al finanziamento del POC il richiedente deve essere presentato da uno sponsor, che può essere una università o un centro di ricerca, che funzionerà come *project manager* e *mentor* al tempo stesso: nei casi di sviluppo di un'idea, in cui l'impresa non è ancora costituita, il finanziamento viene diretto allo sponsor che cura il perfezionamento della richiesta presso il Fondo. Il progetto viene successivamente definito nel dettaglio, insieme ad una limitata analisi di *due diligence*: se questa procedura va a buon fine, viene firmato un contratto e avviato il progetto; una volta concluso viene preparata una relazione di attuazione, seguita eventualmente da un'assistenza per accedere a finanziamenti ulteriori.

I criteri di valutazione dei progetti, oltre ai requisiti geografici, di dimensione dell'impresa e di economicità dell'investimento, riguardano: il grado di innovazione tecnologica; le dimensioni, caratteristiche e competitività dei prodotti e del mercato di riferimento; assistenza di professionalità nel campo del management; prospettive di ottenere diritti di proprietà intellettuale; contribuzione allo sviluppo e alla crescita dell'economia della conoscenza nella regione: le imprese dovrebbero basare il loro vantaggio competitivo nella proprietà intellettuale e nello sviluppo regionale.

4.2.2 North East Co-Investment Fund

L'altro fondo di capitale di rischio gestito dalla NStar è il North East Co-Investment Fund¹⁰³: questo strumento effettua principalmente operazioni di *venture capital* in piccole e medie imprese della regione di alti contenuti scientifico-tecnologici. L'obiettivo del Fondo, operativo dal novembre del 2004, è di contribuire a risolvere le carenze del mercato nel finanziamento delle aziende nelle fasi di *start-up* ed *early stage*, attraverso la disponibilità di risorse per livelli di investimento in cui la maggior parte dei tradizionali fondi di *private equity* sono riluttanti ad intervenire per gli alti rischi associati alle operazioni.

Il Fondo opera in stretta connessione con il precedente Proof of Concept, nell'ottica di quella continuità di finanziamento cui si accennava: in molti casi, gli investimenti realizzati dal POC nelle primissime fasi dello sviluppo di un'idea, vengono poi raccolti dal NECOIF, che interviene con finanziamenti più consistenti, da 100.000 fino a 2 milioni di sterline (da 145.000 a quasi 3 milioni di euro) con un contributo massimo del Fondo pari a un milione, per la concretizzazione del progetto in una impresa operante nel mercato. Da sottolineare un rilevante risparmio di risorse e di tempo per le procedure di *scouting* degli investimenti, specialmente per l'analisi di *due diligence*, in quanto importanti informazioni sono già in possesso del soggetto gestore che le passa da un programma al successivo.

La strutturazione di questo strumento risulta particolare: infatti, la disponibilità finanziaria del Fondo, che ammonta a 23 milioni di sterline, circa 33,6 milioni di euro, è totalmente proveniente dalle risorse europee del FESR; il cofinanziamento delle risorse pubbliche nazionali e, soprattutto, private viene apportato successivamente, per intervenire al momento della definizione dei singoli investimenti, completando le risorse stanziare dal NECOIF: questo contributo è stato stimato intorno ai 28 milioni di sterline (poco più di 40 milioni di euro). Per ridurre al minimo le distorsioni alla concorrenza, è stabilito che la partecipazione dei settori pubblico e privato sia realizzata *pari passu*, alle stesse condizioni concesse alle risorse europee.

¹⁰³ Informazioni disponibili sul sito www.nstarfinance.com.

Nel rispetto della normativa europea in tema di partecipazione dei Fondi Strutturali a interventi di questo tipo, il contributo del settore privato deve essere pari ad almeno il 30% delle somme investite; al contempo, la partecipazione del Fondo al capitale delle imprese assistite non può superare il 45%, ma, al diversamente da quanto visto nel caso dei fondi italiani, questa percentuale si riferisce soltanto alla quota acquisita dal NECOIF, quindi dalle risorse europee, lasciando il contributo privato libero di superare tale limite, senza sembrare in contrasto con quanto disposto dal Regolamento 448/2004, né dalla Comunicazione 2001/C235/03¹⁰⁴.

Per quanto riguarda i meccanismi di disinvestimento, il Fondo intende finanziare compagnie orientate alla crescita del capitale: la realizzazione del *capital gain* viene raggiunta in linea di principio attraverso i meccanismi tradizionali del *buy back*, del *trade sale* o dell'offerta pubblica iniziale sul mercato (IPO); gli investimenti coprono una durata di cinque anni, mentre tutte le risorse devono essere allocate entro il 31 dicembre 2008.

Il modello del co-investimento, nell'opinione dei suoi progettisti, è in grado di fornire al Fondo la massima flessibilità nel reperire gli investitori privati in relazione alle opportunità tecnologiche sviluppate dai progetti finanziati; la rilevante dotazione finanziaria attribuita a questo strumento, che raddoppia la disponibilità regionale di *venture capital*, dovrebbe essere tale da raggiungere facilmente la massa critica e permettere al Fondo di agire come un investitore guida negli interventi più consistenti, per dare fiducia ai *business angels* e ai fondi di *venture capital* operanti nella regione.

4.2.3 North East Regional Investment Fund¹⁰⁵

Parallelamente agli strumenti appena analizzati, l'Agenzia One North East, con la partecipazione della Barclays Bank, ha predisposto un terzo fondo di capitale di rischio cofinanziato dalle risorse del FESR, il North East Regional Investment Fund, gestito dalla finanziaria Evolve Finance. Accanto agli 8,1 milioni di sterline (quasi 12 milioni di euro) provenienti dai Fondi Strutturali, sono stati apportati circa 10 milioni di risorse private, che portano il Fondo ad una disponibilità finanziaria di 18 milioni di sterline, pari a oltre 26 milioni di euro.

L'obiettivo, in linea con le priorità individuate nelle misure del DocUP, è di sostenere le piccole e medie imprese della regione che attraversano fasi delicate del loro sviluppo e non riescono ad accedere ai canali tradizionali di finanziamento, nonché la salvaguardia e creazione di posti di lavoro, in modo da contribuire al miglioramento del tasso di crescita della regione. Il Fondo può intervenire con un sostegno fino a 250.000 sterline (365.000 euro) specificatamente diretto alle imprese *early stage* o in fase di espansione per colmare la mancanza di fondi risultante dal *business plan*, andando a coprire dove il bisogno è maggiore; la procedura di richiesta è stata mantenuta più semplice e breve possibile, per incoraggiare al massimo le opportunità di intervento.

Le richieste vengono sottomesse a un'analisi di *due diligence* che può durare dalle quattro alle sei settimane, per accertare i punti di forza e debolezza del progetto, comprese le capacità del management; ai progetti ammessi al finanziamento viene assegnato un *mentor* indipendente, a costi sovvenzionati, che fornisce all'impresa le conoscenze e l'*expertise* necessari per la gestione aziendale e la assiste nel raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Tecnicamente, il finanziamento alle imprese assume la forma di un debito mezzanino della durata tra i tre e i cinque anni, dipendenti dalle caratteristiche del piano finanziario dell'azienda assistita. Il mezzanino è un supporto che si presta a realizzare operazioni di *private equity* perché permette di garantire una buona leva finanziaria all'investitore e al contempo può facilitare l'accesso ad ulteriori capitali. Come nel caso del Proof of Concept, il Fondo al termine dell'investimento ha la possibilità di decidere se trasformare il prestito in quote del capitale dell'impresa, fino ad un massimo del 5% dei diritti di voto.

¹⁰⁴ In particolare, il comma 3.6 della Norma n. 8 del Regolamento 448/2004, che si riferisce ai limiti della partecipazione nel capitale delle imprese assistite, niente specifica circa la composizione di tale partecipazione.

¹⁰⁵ Per informazioni consultare il sito www.nel.co.uk, oppure il sito dell'Agenzia regionale di sviluppo, www.onenortheast.co.uk.

4.3 Risultati conseguiti

Il funzionamento dei fondi di capitale di rischio che abbiamo esaminato è esposto in maniera chiara negli esaustivi rapporti che ciascun soggetto gestore ha redatto per l'Autorità di Gestione, gli ultimi dei quali risalgono al 30 giugno dell'anno in corso¹⁰⁶. Ad un primo sguardo si evince come, considerando la maggiore penetrazione di questo tipo di strumenti nel Regno Unito, anche la regione del Nord Est abbia sperimentato le difficoltà relative alla lunghezza e complessità delle procedure per l'attivazione di tali fondi, con tempi che hanno anche superato l'anno. Le disponibilità finanziarie e la loro ripartizione, insieme con i risultati conseguiti dagli strumenti, sono riassunti nella tabella seguente.

	<i>Spesa totale</i>	<i>Spesa pubblica (FEER)</i>	<i>Privato</i>	<i>Imprese assistite</i>	<i>Risorse impegnate</i>
NE Proof of Concept	14.600.000	6.570.000	8.030.000	25	2.328.700
NE Co-Investment Fund ¹⁰⁷	74.460.000	33.580.000	40.880.000	1 ¹⁰⁸	346.020
NE Regional Investment Fund	26.280.000	11.826.000	14.454.000	55	10.439.000
Totale	115.340.000	51.976.000	63.364.000	81	13.113.720

Dei tre fondi, quello che ha incontrato le maggiori difficoltà è stato il Co-Investment Fund, che ha risentito della mancanza di esperienze precedenti al contrario del Regional Investment Fund, giunto alla terza edizione, e del Proof of Concept, preceduto da un progetto pilota durato cinque mesi.

Questo progetto pilota, in particolare, ha avuto un discreto successo, generando un certo livello di interesse tale da rendere meno impegnativo ed oneroso il lavoro di marketing per il lancio ufficiale del Fondo, entrato in funzione nel settembre del 2004; il POC, inoltre, è divenuto operativo immediatamente, grazie appunto alle procedure sviluppate dall'esperienza pilota. Un'intensa attività di promozione e pubblicità dei risultati è stata comunque effettuata presso le università e i centri di ricerca, fondamentali per il successo del POC, ma anche presso gli incubatori di imprese e i maggiori eventi del settore finanziario, particolarmente importanti per assicurare alle imprese assistite quei contatti necessari per accedere ad ulteriori finanziamenti a sostegno del progetto una volta terminato l'investimento del POC.

4.3.1 Proof of Concept

Dei 10 milioni di sterline a disposizione, sono stati investiti quasi 2 milioni in circa otto mesi, diretti all'assistenza di 25 imprese¹⁰⁹; secondo queste prospettive, per impegnare tutti i fondi disponibili, gli investimenti dovrebbero continuare ad una media di 200.000 sterline al mese, traguardo raggiungibile considerato che per il periodo trascorso la media si attesta a 226.000. Anche l'importo medio investito risulta superiore alle previsioni, circa 64.000 sterline a progetto contro le 46.000 previste, facendo sì che il numero di investimenti necessari per esaurire le risorse scenda, a questo ritmo, da 216 a 157: questo aumento è in parte dovuto ad alcuni progetti universitari con

¹⁰⁶ I rapporti relativi ai fondi di capitale di rischio sono contenuti nel Paper PMC 17/05 del Programme Monitoring Committee, disponibile sul sito www.europeanfundingne.co.uk.

¹⁰⁷ I dati relativi alla partecipazione del capitale privato sono una stima, infatti il cofinanziamento privato viene realizzato sul singolo progetto assistito e non sulla disponibilità totale del Fondo.

¹⁰⁸ Il primo investimento del NECOIF è stato effettuato nel luglio 2005, successivamente alla chiusura del rapporto annuale (30 giugno).

¹⁰⁹ A questi dati si aggiungono le 704.000 sterline investite dal progetto pilota in 12 PMI, portando il totale a 2,3 milioni di sterline impegnati in 37 progetti.

ottime potenzialità che hanno richiesto investimenti fino a 90.000 sterline. Fermo restando l'obiettivo di 216 imprese assistite, per raggiungerlo si rendono necessari 54 investimenti all'anno, risultato raggiungibile alla luce dell'esperienza in corso.

Al 30 giugno tutti gli interventi sono stati realizzati come prestiti convertibili, dei quali soltanto due, nell'ambito del progetto pilota, sono giunti a conversione; allo stesso modo, nessun rimborso è stato effettuato, in linea con la flessibilità concessa nei termini di restituzione dell'investimento, sospesi fino a un massimo di 18 mesi. Infine, non sembrano esserci attualmente prospettive di fallimento dei progetti finanziati, nonostante le previsioni del Fondo di un 40% di insolvenza, in parte per la scelta del Fondo di limitare a piccole somme (tra le 5 e le 20.000 sterline) gli investimenti iniziali nei progetti più rischiosi, per verificarne la fattibilità: in caso negativo, il progetto si ferma a questo punto.

4.3.2 Co-Investment Fund

Maggiori difficoltà, come abbiamo accennato, sono state incontrate per l'attivazione del Co-Investment Fund: il bando europeo per la selezione del soggetto gestore non è andato a buon fine, risultando i soggetti selezionati privi delle caratteristiche richieste. NStar ha così creato una agenzia sussidiaria, la NStar Equity Investors, che rispondesse ai requisiti necessari per la gestione del NECOIF; qualche problema è stato inoltre incontrato nella ricerca di personale qualificato per l'amministrazione degli investimenti sull'intero territorio nazionale. Per accorciare i tempi procedurali, tra il giugno 2004, quando è stata firmata la convenzione che individua la NSEI quale soggetto gestore, e il febbraio 2005, data della firma del primo accordo di partenariato che permetteva al Fondo di poter legalmente investire, sono stati definiti i contratti di funzionamento con il Governo regionale, il lancio del Fondo e l'attività promozionale nel mondo accademico e finanziario; sono state, altresì, iniziate le procedure di ricevimento e valutazione delle domande di finanziamento tramite un accordo temporale con un'agenzia di management, successivamente rilevata dai manager assunti per la gestione del NECOIF.

Alla chiusura del 30 giugno nessun investimento risultava ancora realizzato dal Fondo; il primo progetto finanziato è stato approvato all'inizio di luglio con un contributo di 237.000 sterline in un investimento di 800.000. Allo stato attuale, dal dicembre 2004 sono state ricevute 47 domande di finanziamento di cui: 2 sono nella fase terminale dell'analisi di *due diligence*, con ottime prospettive di essere accettate - in particolare, uno dei due progetti riguarda il finanziamento successivo di un progetto realizzato con i fondi del Proof of Concept; 10 domande sono state ammesse alla fase di *due diligence*; 12 stanno affrontando le procedure di valutazione; 11 sono in attesa di essere processate e 12 sono state rifiutate dopo le analisi iniziali. Le previsioni del management del Fondo individuano 65 progetti da finanziare, corrispondenti ad una media di 354.000 sterline per investimento; di questi, 10 sono progetti di finanziamento nell'ambito del *continuum of finance*, lasciando per i rimanenti 55 una media di circa 16 investimenti all'anno.

4.3.3 North East Regional Investment Fund

Concludiamo l'analisi dei risultati di questi strumenti con il North East Regional Investment Fund, che alla sua terza edizione è stato cofinanziato con le risorse del FESR, nell'ambito degli interventi programmati nel DocUP regionale alle misure 1.2 e 2.2. Come abbiamo già accennato, le precedenti esperienze del Fondo hanno permesso un sensibile accorciamento nei tempi di preparazione e di lancio, grazie a una struttura e un management già collaudati: l'impegno delle risorse europee risale al 9 dicembre del 2003 ed il primo intervento del Fondo al gennaio del 2004; di conseguenza questo strumento ha investito più risorse in un numero più alto di progetti.

Tra il gennaio 2004 e il 30 giugno 2005, il NERIF ha investito 7.150.000 sterline (quasi 10,5 milioni di euro) in 59 piccole e medie imprese della regione. Secondo le previsioni del management del Fondo si sarebbero dovuti investire 9 milioni di sterline in 165 progetti, ad una media di 10 al mese e per un totale alla fine del periodo di programmazione, 31 dicembre 2006, di 330 imprese

assistite: questi dati hanno portato a una revisione dei target del Fondo che, per quanto riguarda le imprese finanziate, scende a 146, mentre i risultati previsti per il livello occupazionale non dovrebbero cambiare. L'investimento medio per progetto, al contrario, risulta più del doppio del target preventivato, circa 121.000 sterline per finanziamento contro le 50.000 attese nel *business plan* del NERIF.

Le ragioni delle basse performance sono state ricercate nel decollo più lento del previsto del Fondo, attribuito ai nuovi servizi di *mentoring* e *options* forniti dal NERIF 3 al contrario delle precedenti edizioni, che avrebbero richiesto una preventiva promozione: infatti la media di somme investite mensilmente raggiunge e mantiene i risultati attesi, pari a 500.000 sterline, a partire dal maggio 2004. Per quanto riguarda l'andamento degli investimenti, al 30 giugno il Fondo ha sofferto due insolvenze pari a 93.252 sterline, mentre altri due progetti sembrano in difficoltà: queste perdite risultano comunque più che in linea con le previsioni del Fondo di un tasso di insolvenza pari al 25%.

CONCLUSIONI

Come abbiamo visto, gli orientamenti e la normativa della Commissione sul sostegno del FESR alle forme rotative di aiuti alle imprese seguono una linea di sviluppo alimentata da numerosi studi di settore e *working group* specializzati. Il prossimo periodo di programmazione, benché ancora a livello di proposte, presenta dunque una formulazione della disciplina più compiuta rispetto a quello attuale, frutto dell'esperienza maturata in questi anni; la previsione di strumenti rotativi, in particolare di capitale di rischio, matura da semplice possibilità a vera e propria opzione e, soprattutto, risulta indipendente dal dibattito in corso tra i Governi europei circa il bilancio dell'Unione e l'ammontare delle risorse destinate alla politica di coesione.

Questo approccio viene confermato chiaramente nelle disposizioni della proposta di Regolamento relativa alla disciplina del FESR. La lista delle operazioni cofinanziabili dal Fondo viene ridotta e definita in maniera più compiuta, riflettendo l'importanza crescente del problema dell'accesso ai finanziamenti e degli strumenti rotativi: infatti, tali operazioni vengono suddivise in investimenti produttivi, infrastrutture, assistenza tecnica e lo *sviluppo di strumenti finanziari* quali, fra gli altri, il capitale di rischio, i fondi di credito e di garanzia e i fondi di sviluppo locale¹¹⁰.

Anche nello specifico delle tre tematiche su cui si concentrano gli interventi del FESR tra le priorità vengono espressamente previsti: l'incentivazione dell'imprenditorialità e il finanziamento dell'innovazione per le PMI tramite nuovi strumenti finanziari; la creazione di nuovi strumenti finanziari e servizi di incubazione che facilitino la creazione o l'espansione di aziende ad alto contenuto di conoscenza; lo sviluppo di strumenti congiunti di ingegneria finanziaria destinati al sostegno della R&S tecnologico nelle PMI¹¹¹.

A livello di proposta di Regolamento generale, viene suggerita la codificazione della norma n. 1 del Regolamento 448/2004: da un lato, le risorse della misura sono considerate "spese effettivamente sostenute" al momento della costituzione del fondo di capitale di rischio, un potente incentivo alla creazione di questi strumenti, soprattutto nell'ottica della citata "regola n+2" per il disimpegno automatico. Dall'altro lato, al termine del programma operativo, la spesa viene determinata sulla base dei pagamenti effettivi versati da ciascun Fondo e sulla base dei costi di gestione ammissibili, andando a rimborsare soltanto i contributi per i progetti effettivamente finanziati¹¹².

Nelle linee guida della strategia comunitaria per il periodo 2007/2013, viene confermata la priorità di colmare le lacune dei mercati nel finanziamento delle PMI, attraverso il sostegno a strumenti diversi dalle sovvenzioni, come i prestiti, le garanzie del debito subordinato, gli strumenti convertibili (debito mezzanino) e il capitale di rischio. Le sovvenzioni, occorre richiamarlo, devono essere dirette alla creazione e al mantenimento delle infrastrutture necessarie per agevolare l'accesso ai finanziamenti, quali uffici di trasferimento tecnologico, incubatori, reti di "business angels", programmi di preparazione all'investimento, iniziative di animazione del territorio. Inoltre, è importante dirigere gli sforzi per raggiungere categorie specifiche come i giovani imprenditori, le imprenditrici o le persone appartenenti a gruppi svantaggiati, comprese le minoranze etniche¹¹³.

Per quanto riguarda l'esperienza delle regioni italiane nei confronti di questi strumenti, abbiamo notato come la loro scarsa attuazione nella programmazione rifletta l'altrettanto scarso sviluppo del

¹¹⁰ COM(2004) 495 def., *cit.*, articolo 3, comma 2.

¹¹¹ *Ibidem*, articoli 4,5 e 6.

¹¹² COM(2004) 492 def., *cit.*, articolo 77, comma 3.

¹¹³ COM(2005) 299, *cit.*, pagg. 23, 24.

mercato dei capitali di rischio nel nostro Paese, in particolare nelle regioni meridionali. Delle 14 misure pianificate nei POR e nei DocUP italiani soltanto tre risultano attive (quella toscana lo sarà per la fine dell'anno), e di queste una soltanto, la misura della Regione Lazio, sta attualmente finanziando progetti; è dunque di estremo interesse vedere quali sono i principali problemi incontrati nell'attivazione di queste misure che possono aver causato il basso numero di azioni ed il ritardo nella loro operatività, con la considerazione che questo è un aspetto che da solo merita un maggiore approfondimento analitico.

Il primo aspetto che colpisce sono le difficoltà incontrate nella costruzione di meccanismi compatibili con gli aiuti e le regole di ammissibilità al finanziamento dei Fondi Strutturali, che spesso hanno determinato la scelta di cancellare le relative misure in fase di riprogrammazione in diverse amministrazioni: in ogni caso, tali difficoltà hanno contribuito ad allungare i tempi per la programmazione. Ad una prima valutazione, comunque, questo sembra spiegare solo in parte i ritardi accumulati per iniziare il processo di attivazione della misura, che raggiungono in media i 2/3 anni: questo significa che le amministrazioni hanno iniziato a muoversi nel corso del 2002 o del 2003.

A tale ritardo si aggiungono i tempi necessari per rendere la misura operativa e gli strumenti funzionanti; su questo piano si incontrano due tipi di problemi che provocano l'allungamento del processo di attivazione: il primo riguarda la notifica alla Commissione, il secondo è relativo alla procedura di selezione di un soggetto gestore.

Il procedimento di notifica del regime di aiuti alla Commissione europea, la cui durata può andare dagli 8 mesi della Regione Umbria ai 23 della Regione Campania, si configura come una fonte di difficoltà e di dilatazione dei tempi: nel concreto del processo, un aspetto in particolare merita di essere preso in considerazione. Abbiamo visto che, per le caratteristiche di questi interventi, l'elemento di aiuto viene cercato su tre livelli: agli investitori, al fondo e agli interventi del fondo (le imprese beneficiarie); negli interventi in cui è stato rilevato dalla Commissione un aiuto di Stato l'individuazione di un "aiuto al livello degli interventi del fondo" viene fatta discendere dalla presenza di un "aiuto al livello degli investitori" sulla base di un probabile trasferimento del vantaggio, anche se soltanto ipotetico.

La prassi è senz'altro in linea con il contenuto della Comunicazione 2001/C 235/03, dove viene precisato che «la Commissione deve tenere conto anche della possibilità che eventuali vantaggi accordati agli investitori aderenti ai fondi vengano trasferiti alle imprese oggetto degli investimenti, quando questi ultimi sono effettuati dal fondo a condizioni che non corrispondono a quelle di un operatore privato in economia di mercato»: questo accade senz'altro quando un provvedimento in favore del capitale di rischio riduce i rischi o aumenta il rendimento che gli investitori possono ottenere da un determinato investimento, in quanto gli investitori non si comporterebbero più come "operatori privati in economia di mercato"¹¹⁴.

Il fatto che il vantaggio si trasferisca dall'investitore all'impresa finanziata è tutto da verificare: una rilevante partecipazione del capitale privato, che per quanto possa essere incentivata comporta sempre un conseguente rischio di perdita, insieme alla indipendenza e autonomia delle procedure di valutazione dei progetti e di controllo della loro esecuzione, dovrebbero essere sufficienti a non temere fenomeni di *moral hazard* o *adverse selection*, né rilassamenti nel finanziamento delle imprese. Non esiste nessuna evidenza per cui queste debbano trovarsi davanti a criteri di ammissibilità e procedure di finanziamento diverse o avvantaggioanti rispetto ai fondi non partecipati dalle risorse europee, a meno che ciò non sia espressamente previsto dalla struttura della misura.

A prescindere dalla concretezza di tale trasferimento del vantaggio, la posizione appare eccessivamente rigida quando applicata a realtà, come quella italiana, caratterizzate da uno scarso sviluppo del mercato del capitale di rischio e da forti difficoltà della Pubblica Amministrazione a promuovere strumenti di finanziamento di questo tipo. In questi casi risulta determinante l'incentivo alla formazione di soggetti che contribuiscano a colmare il *gap* di finanziamento, suggerendo una valutazione più elastica di tali interventi, cogliendone la finalità di creazione del

¹¹⁴ "Aiuti di stato e capitale di rischio", *cit.*, paragrafo IV.5.

mercato di *venture capital* o di soluzione del fallimento del mercato, senza confonderli con un intervento diretto a creare un vantaggio ad una impresa rispetto ai suoi concorrenti.

Vale la pena di ricordare che le Regioni che presentano lo stato di funzionamento più avanzato per queste misure, Lazio ed Emilia Romagna, non hanno provveduto a notificare i loro regimi alla Commissione: una scelta di questo tipo rappresenta tuttavia un rischio, in quanto esiste la possibilità di una procedura di infrazione contro lo Stato, con conseguente sospensione del regime.

Il secondo fattore di ritardo nel processo di attivazione delle misure segnalato, riguarda il procedimento di selezione del soggetto gestore, dalla predisposizione del bando di gara alla firma della convenzione. Le difficoltà nel rispettare i vincoli della normativa comunitaria che abbiamo sopra espresso si riflettono anche a questo livello: la stesura del bando e la relativa modulistica, i tempi di presentazione, la determinazione del vincitore e la verifica del rispetto delle condizioni tecniche e finanziarie per la sua selezione, fino alla stipulazione della convenzione e alla liquidazione delle risorse si sono rivelate procedure complesse e macchinose. Mentre in Umbria tra l'autorizzazione della Commissione e la firma della convenzione passa meno di un anno (11 mesi), in Emilia Romagna e in Toscana questi tempi si allungano rispettivamente a 16 mesi per la prima (contati però dalla indizione della gara) e ben 32 mesi per la seconda. A questo si aggiungono almeno altri 12 mesi dalla firma della convenzione affinché i Fondi siano operativi, in genere dovuti al perfezionamento di dettagli tecnico-giuridici.

Per quanto riguarda il Nord Est del Regno Unito, occorre rilevare una differenza nel processo in questione: le risorse per la gestione del Fondo prima vengono liquidate ad una agenzia, la NStar e la OneNorthEast, poi questa si occupa di individuare un soggetto gestore. Nel caso dei Fondi "Proof of Concept" e "Regional Investment" la durata di questa fase è stata decisamente contenuta rispetto agli standard italiani: il primo si è inserito su un esistente progetto pilota, rilevandone la struttura manageriale e risultando operativo in meno di 9 mesi, mentre il NERIF, alla sua terza edizione, è entrato subito in funzione, avendo già a disposizione una collaudata struttura organizzativa. Maggiori problemi ha incontrato invece il "Co-investment Fund", per la cui operatività sono stati necessari circa 14 mesi, dovuti alle difficoltà di individuare un gestore, creato infine dalla agenzia titolare delle risorse: per accorciare i tempi, il lancio del Fondo e le procedure di *screening* dei progetti sono comunque cominciate durante il completamento dei documenti necessari alla attivazione.

Alla base dei ritardi i questi processi di selezione si rivela un altro problema, che abbiamo visto condivisa anche da un fondo della regione del Nord Est del Regno Unito: la difficoltà di reperire un soggetto gestore della misura che reputi l'operazione economicamente appetibile. Oltre che dalle esperienze analizzate dei Fondi della Toscana ed Emilia Romagna, come quella del Co-investment Fund inglese, questo dato è confermato da altre Regioni italiane che non sono riuscite ad attivare la misura anche a causa dei bandi andati deserti, come la Puglia e la Sardegna; in Umbria è risultata vincente una Associazione temporanea d'impresе partecipata dalla finanziaria regionale, mentre la Regione Lazio ha affidato la gestione del Fondo direttamente alla finanziaria regionale, senza procedure di selezione, con un ulteriore riduzione dei tempi di attivazione.

Questo problema è in parte dovuto alle stesse ragioni che condizionano lo sviluppo del mercato del capitale di rischio, in particolare nei casi di "fallimento del mercato", in cui i pochi operatori esistenti sono quasi esclusivamente attivi negli investimenti in fasi di vita più avanzate delle imprese (*Buy out/in, Replacement*): l'alto rischio delle operazioni *early stage*, così come i costi di valutazione in rapporto al valore degli interventi, rendono questi investimenti, e la loro gestione, meno redditizia. A questo riguardo, sarebbe opportuno verificare se e quanto il rispetto dei requisiti di ammissibilità al finanziamento del FESR rendano particolarmente onerosa per un operatore privato la gestione degli strumenti creati, rispetto alle normali condizioni in cui operano i fondi esistenti sul mercato.

Negli interventi di capitale di rischio, al fine di colmare il "fallimento del mercato", i Fondi Strutturali vengono principalmente diretti alla partecipazione in fondi di investimento con lo scopo di fungere da polo di attrazione per i capitali privati, incluso offrendo condizioni più vantaggiose agli investitori rispetto al mercato, quel che la Commissione individua come "aiuto agli investitori". Accanto a questo tipo di intervento si può pensare un impiego delle risorse del FESR

esplicitamente diretto a rendere più appetibile l'amministrazione degli strumenti creati, attraverso «sovvenzioni in favore di fondi di capitale di rischio a copertura di parte delle loro spese amministrative e dei loro costi di gestione»¹¹⁵, in particolare riguardo alle procedure di *screening* dei progetti e di controllo. Questa soluzione, compresa tra le possibili forme delle misure di aiuto suggerite dalla Commissione nella Comunicazione "Aiuti di Stato e capitali di rischio", potrebbe essere non solo uno strumento rivolto a facilitare la selezione di un soggetto gestore, ma anche una misura generale per un intervento a livello di mercato volto a migliorare le condizioni dell'offerta di capitali di rischio verso il settore delle *early stages*.

In conclusione, nelle Amministrazioni italiane che sono riuscite ad attivare questa misura, tra l'inizio del periodo di programmazione e la possibilità di presentare progetti per il finanziamento del capitale di rischio sono intercorsi circa 5 anni, nei quali i diversi ritardi si sono suddivisi come abbiamo appena visto; in particolare da 2 anni e mezzo a quasi 4 anni sono stati necessari per l'attivazione degli interventi. Questo tempo avrebbe potuto essere impiegato per la realizzazione di interventi di diverso tipo, sempre finanziati dal FESR, diretti a migliorare le condizioni di partenza del mercato e del territorio: per esempio attraverso studi di fattibilità, progetti pilota, attività di animazione, promozione degli strumenti finanziari. Dall'altra parte, rimane circa un anno e mezzo per il funzionamento di questi strumenti, un arco di tempo che sembra troppo breve per permettere una loro efficace attuazione, una diffusione accettabile sul territorio e una valutazione apprezzabile delle loro *performance*.

Un'altra differenza che colpisce tra l'esperienza italiana e quella inglese, riguarda la durata del processo di valutazione dei progetti, per essere ammissibili al finanziamento: mentre per i Fondi della regione inglese questi tempi si attestano sulle 8 settimane, relativamente brevi, per gli strumenti italiani si va dalle 12 settimane circa della Regione Lazio alle 20 della Regione Umbria, dove la prima si avvale certamente della esperienza acquisita dalla finanziaria regionale nel finanziamento del capitale di rischio. In particolare, le procedure di *screening*, in cui non mancano i doppi controlli (della stessa natura, ma effettuati da soggetti diversi), risultano articolate e complesse, in parte riflettendo la difficoltà delle imprese a fornire informazioni economiche e finanziarie rilevanti e corrette nei modi adeguati; quello italiano si caratterizza come un sistema poco sviluppato, in cui sembra sottovalutata la cultura del *business plan* e sembrano mancare figure professionali deputate alla valutazione, come gli analisti finanziari.

Nel complesso le misure della regione inglese hanno sofferto lo stesso tipo di ritardo iniziale, a monte delle procedure di attivazione della misura: le risorse del FESR, infatti, sono state liquidate alle agenzie deputate soltanto nel dicembre 2003, almeno tre anni dopo l'inizio della programmazione. La differenza con le esperienze italiane emerge quando si valutano i tempi di messa in opera degli strumenti, ridotti da oltre la metà e fino a un quarto. Questo è riconducibile essenzialmente alla maggiore esperienza maturata nella regione inglese, in particolare riguardo ai Fondi già esistenti: senza dubbio, il prossimo periodo di programmazione vedrà, per alcune Amministrazioni italiane, processi di attivazione più brevi e snelli, in virtù delle conoscenze acquisite in questi anni e sfruttando strutture e procedimenti già esperiti.

Un'ultima serie di considerazioni circa gli effetti degli orientamenti della Commissione sono rivolte alla situazione del mercato in cui le misure finanziate dal FESR vanno a operare. Il problema delle difficoltà di accesso alle fonti di finanziamento, le aree di fallimento del mercato, può essere affrontato con diversi ordini di soluzioni, in relazione al tipo di obiettivo sistemico che la Pubblica Amministrazione si può porre: il finanziamento delle operazioni di alto rischio, lo sviluppo del mercato del *private equity* o, semplicemente, la sostituzione delle forme di "aiuto diretto".

Nell'ambito generale dell'accesso al finanziamento, occorre tenere in un certo modo distinte le forme di finanziamento del debito da quelle di capitale, in quanto non concorrono a soddisfare il medesimo bisogno, ma bisogni distinti e differenti, configurandosi in molti casi come fonti indipendenti tra loro; è vero che in parte possono sovrapporsi, ma è altresì certo che sono modelli che hanno caratteristiche e funzionamento specifici, rispondenti ad esigenze di investimento

¹¹⁵ "Aiuti di stato e capitale di rischio", *cit.*, paragrafo VII.1, punto b).

diverse, che si verificano in momenti diversi della vita delle imprese, appartenenti a settori particolari del sistema produttivo. La precisazione può sembrare superflua, ma non scontata, considerando la confusione terminologica a volte presente negli stessi documenti della Commissione, dove spesso i termini non hanno significati univoci, finiscono col sovrapporsi e rendere più difficile la comprensione di una materia già complessa.

La migliore strategia è quella che punta alla valorizzazione degli elementi distintivi del sistema cui è rivolta, attraverso una politica specializzata per strumenti, basata sulla distinzione tra debito e capitale, che impieghi le risorse a disposizione in relazione alla possibilità di essere assimilate nelle diverse realtà del territorio; in particolare, l'esperienza dimostra che gli strumenti di capitale di rischio sono maggiormente capaci di sostenere l'imprenditorialità nelle realtà contraddistinte da un certo grado, se non di sviluppo, quantomeno di fervore, specialmente nei settori più tecnologici. Occorre dunque chiedersi se in determinati contesti non risulti più opportuno migliorare l'accesso al finanziamento con interventi diretti a ridurre l'onerosità delle forme di indebitamento, per mezzo di strumenti collaudati e di provato gradimento nel territorio: accanto alle forme di garanzia e di prestiti si può, per esempio, incentivare lo sviluppo del microcredito, rivolto principalmente alle microimprese in fase di avvio e di sviluppo. Inoltre, occorre valutare se non sia necessaria un'attività volta a promuovere l'affermazione di un diverso orientamento nel sistema economico, non più basato soltanto sulla verifica delle capacità dell'impresa di essere solvibile, bensì sull'analisi delle prospettive di redditività del progetto finanziato.

Abbiamo visto come il fallimento del mercato si concentra sulle imprese giovani, *start up* e *early stage*, in settori produttivi caratterizzati dall'alto contenuto tecnologico e, soprattutto, da un alto livello di rischio per gli investitori; abbiamo anche visto che il finanziamento di *venture capital* non solo risponde a queste esigenze, ma in particolare favorisce proprio lo sviluppo di questi settori, forieri di crescita e occupazione, nell'ottica della divisione del lavoro mondiale nell'era della globalizzazione.

Stimolare la crescita del mercato del capitale di rischio rimane perciò una priorità specifica, una risorsa a cui le Pubbliche Amministrazioni non possono rinunciare, attraverso lo sviluppo delle sue componenti dal lato della domanda e dell'offerta.

Partendo da quest'ultima, occorre ricordare le principali cause di fallimento del mercato individuate dalla Commissione nella Comunicazione 2001/C 235/03¹¹⁶: l'asimmetria informativa e i costi di scambio. Le risorse del FESR, in primo luogo, possono essere dirette al miglioramento delle infrastrutture del mercato, come i centri per il trasferimento tecnologico, gli incubatori e le reti di *business angels*: in parallelo, possono essere volte a ridurre proprio l'asimmetria dell'informazione, con programmi di preparazione all'investimento o programmi di assistenza per la redazione dei *business plan* e la presentazione dei progetti; al contempo, possono essere considerati interventi per la realizzazione di studi di fattibilità e/o progetti pilota degli strumenti da realizzare. Queste sono iniziative che possono essere sviluppate, per esempio, in quel lasso di tempo che ha visto le misure sul capitale di rischio inattive.

Per quanto riguarda la seconda causa, una misura direttamente volta a contenere i costi di scambio, può essere l'intervento del FESR in copertura di parte delle spese e dei costi di gestione dei Fondi, già richiamato in precedenza: quei costi che non possono essere solo carico degli investitori privati senza compromettere definitivamente la redditività dell'investimento, soprattutto in un mercato in via di sviluppo. Nel complesso, accanto alle misure volte a facilitare il contributo del settore privato, attraverso la partecipazione in fondi di capitale di rischio, magari con incentivi che aumentano il rendimento per il privato, il FESR può contribuire al cofinanziamento di strumenti di garanzia sulle partecipazioni del capitale privato ai fondi, sempre nel rispetto della normativa sugli aiuti di Stato, a copertura di una parte delle perdite legate agli investimenti e, quindi, ridurre il livello di rischio sopportato dagli investitori privati.

Sul versante della domanda di capitale di rischio, occorre anzitutto approfondire la conoscenza del territorio e stimolare una certa cultura imprenditoriale, maggiormente orientata alla

¹¹⁶ "Aiuti di stato e capitale di rischio", *cit.*, paragrafo VI.3.

capitalizzazione: in particolare sembra opportuno aumentare la comprensione degli strumenti di capitale di rischio nelle PMI attraverso una attività di animazione e fertilizzazione del territorio che si rivolga alle singole imprese, alle associazioni di categoria, ma anche ai funzionari della Pubblica Amministrazione e quel settore professionale che funge da intermediario per le imprese nell'accesso ai finanziamenti pubblici. Anche su questo piano, possono essere richiamati quei programmi di assistenza volti a migliorare la quantità e la qualità delle informazioni fornite dalle PMI, che vanno da un lato, a migliorare la trasparenza dell'informazione, dall'altro a ridurre i costi di *screening*, sia riguardo ai finanziamenti del debito che quelli di capitale.

BIBLIOGRAFIA

1 - ATTI E DOCUMENTI DELL'UNIONE EUROPEA

Regolamenti

- Regolamento (CE) n. 448/2004 della Commissione del 10 marzo 2004, Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea L72/66, 11.3.2004.
- Regolamento (CE) n. 364/2004 della Commissione del 25 febbraio 2004, Gazzetta Ufficiale delle CE, L 63, 28.2.2004.
- Regolamento (CE) n. 69/2001 della Commissione del 12 gennaio 2001, Gazzetta Ufficiale delle CE, L 10, 13.1.2001.
- Regolamento (CE) n. 70/2001 della Commissione del 12 gennaio 2001, Gazzetta Ufficiale delle CE, L 10, 13.1.2001.
- Regolamento (CE) n. 1685/2000 della Commissione del 28 luglio 2000, Gazzetta Ufficiale delle CE L 193, 29.7.2000.
- Regolamento (CE) n. 1783/1999 del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo al Fondo europeo di sviluppo regionale del 12 luglio 1999, Gazzetta Ufficiale delle CE, L 213, 13.8.1999.
- Regolamento (CE) n. 1260/1999 del Consiglio del 21 giugno 1999, Gazzetta Ufficiale delle CE, L161/1, 26.6.1999.
- Proposta di Regolamento del Consiglio recante disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo e sul Fondo di coesione, COM(2004) 492 def., Bruxelles, 14.7.2004.
- Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo al Fondo europeo di sviluppo regionale, COM(2004) 495 def., Bruxelles, 14.7.2004.

Comunicazioni della Commissione

- Comunicazione della Commissione "Politica di coesione a sostegno della crescita e dell'occupazione: linee guida della strategia comunitaria per il periodo 2007-2013", COM(2005) 299, Bruxelles, 5.7.2005.
- Comunicazione della Commissione "Terza relazione intermedia sulla coesione: verso un nuovo partenariato per la crescita, l'occupazione e la coesione", COM(2005)192, Bruxelles, 17.5.2005.
- Libro Verde sulla politica in materia di servizi finanziari (2005-2010), COM(2005) 177 def., Bruxelles, 3.5.2005.
- Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo "Accesso delle piccole e medie imprese ai finanziamenti", COM(2003) 713 def., Bruxelles, 01.12.2003.
- Comunicazione della Commissione al Consiglio ed al Parlamento Europeo sull'esecuzione del Piano d'Azione sul Capitale di Rischio, COM(2003)654 def., Bruxelles, 4.11.2003.
- Comunicazione della Commissione "Aiuti di stato e capitale di rischio", Gazzetta Ufficiale delle CE C 235/3, 21.8.2001.
- Comunicazione della Commissione "Il capitale di rischio: una soluzione per la creazione di posti di lavoro nell'Unione europea", SEC(1998)522 def., 31.3.1998.

Relazioni

- Final report of the Working Group on Venture Capital, United States Department of Commerce and Directorate-General for Enterprise and Industry of the European Commission, October 2005.
- Directorate-General for Enterprise and Industry of the European Commission, "Best practices of public support for early-stage equity finance", September 2005.
- Directorate-General for Enterprise and Industry, "Merits and possibilities of a European fund structure for venture capital funds", Report from a workshop held on 21 June 2005 in Brussels.
- Relazione del Gruppo ad Alto Livello presieduto da Wim Kok, "Affrontare la sfida. Strategia di Lisbona per la crescita e l'occupazione", Novembre 2004.
- Commission Staff Working Document "Microcredit for European small business", SEC(2004)1156, Bruxelles, 11.09.2004.
- Directorate-General Enterprise of the European Commission, "Microcredit for small business and business creation: bridging a market gap", November 2003.
- Direzione Generale Politica Regionale della Commissione Europea, "Guida al finanziamento del capitale di rischio nella politica regionale", ottobre 2002.
- Directorate-General Enterprise of the European Commission, "Innovative instruments for raising equity for SMEs in Europe. Final Report", prepared by Bannock Consulting, June 2001.
- Relazione provvisoria riguardante il piano d'azione sul capitale di rischio, COM(2000)658 def. del 18 ottobre 2000.

ATTI E DOCUMENTI REGIONALI

- Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Toscana.
- Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Umbria.
- Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Emilia Romagna.
- Complemento di Programmazione Obiettivo 2 Regione Lazio.
- Rapporto Annuale di Esecuzione al 31.12.2004, DocUP Ob. 2 Anni 2000-2006, Regione Toscana.
- Relazione annuale 2004, DocUP Ob. 2 Anni 2000-2006, Regione Umbria.
- Relazione annuale 2004, DocUP Ob. 2 Anni 2000-2006, Regione Lazio.
- Programme Complement Objective 2 North East England
Progress of the Loan and Equity Funds, Paper PMC 17/05, Programme Monitoring Committee, September 2005, NE England Objective 2 Programme 2000-2006.
- North East Proof of Concept Fund, Annual Report Year ended 30 June 2005, NStar Limited.
- North East Co-Investment Fund, Annual Report Year ended 30 June 2005, NStar Limited.
- North East Regional Investment Fund Three, Annual Report to Government Office for the North East, 30 June 2005.

Articoli

- A guide to Private Equity*, British Venture Capital Association, BVCA, Ottobre 2004.
- Il mercato italiano del Private Equity e del Venture Capital in Italia nel primo semestre del 2005*, Associazione italiana del Private Equity e Venture Capital, AIFI.
- Ingegneria finanziaria e altri strumenti innovativi*, Workshop n. 4, Bollettino dell'osservatorio politiche strutturali, Istituto Nazionale di Economia Agraria, INEA, n. 18, Aprile 2004.

- La finanza innovativa nelle regioni italiane ed europee. Gli strumenti di attuazione ed i principali risultati*, Osservatorio Filas, Settembre 2004.
- Private Equity e Venture Capital in Europa*, Collana Capitale di rischio e impresa, Quaderno n. 13, Associazione italiana del Private Equity e Venture Capital, AIFI, Milano, Luglio 2003.
- Report on Investment Activity in 2004*, Summary, British Venture Capital Association, BVCA.
- The Competitiveness Project*, North East Regional Competitiveness Report 1997, University of Newcastle upon Tyne.
- The economic impact of private equity in the UK*, British Venture Capital Association, BVCA.
- The year in summary*, Annual Report 2004, European funding the North East Objective 2. AIFI Yearbook 2005
- Bracchi, G., *Lo sviluppo del Private Equity in Italia: opportunità e criticità*, Associazione italiana del Private Equity e Venture Capital, AIFI, Aprile 2005.
- Gervasoni, A., *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2004*, Associazione italiana del Private Equity e Venture Capital, AIFI, Aprile 2005.
- Vitale, M., *Il ruolo del capitale di rischio nel finanziamento delle PMI italiane*, Impresa & Stato, Camera di Commercio di Milano, n. 59, Aprile/Giugno 2002.

Siti Internet

- Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, AIFI, www.aifi.it
- British Venture Capital Association, BVCA, www.bvca.co.uk
- European *Business Angel* Network, EBAN, www.eban.org
- Network Italiano di *Business Angel*, IBAN, www.iban.it
- www.regione.toscana.it
- www.docup.toscana.it
- Finanziaria regionale della Regione Toscana, www.fiditoscana.it
- www.regione.umbria.it
- www.regione.emilia-romagna.it
- Sito del DocUP della regione Emilia Romagna, www.ermesimprese.it/obiettivo2
- www.regione.lazio.it
- www.docup.lazio.it
- Finanziaria regionale della Regione Lazio, www.filas.it
- Sito del DocUP del Government Office for the North East, www.europeanfundingne.co.uk
- Northern Star Limited, www.nstarfinance.com
- Northern Enterprise Limited, www.nel.co.uk
- Agenzia regionale di sviluppo del Government Office for the North East, www.onenortheast.co.uk

Working Papers Series

The CIRES was established in 1999 within the Faculty of Political Sciences "Cesare Alfieri" to support researches on the impact of EU integration carried out at the Department of Political Science and Sociology of the University of Firenze.

The Cires promotes interdisciplinary researches on the Europeanization of European countries. It provides a centre for the study of socio-political changes due to European unification, with a special concern for regional studies.

Researches promoted by Cires are generally comparative in scope and they focus on the changing nature of modern representation; the government structure; the development of democracy in Mediterranean countries which are members or candidates to the Union; on changes occurring in the making and implementation of public policies; on relationships among countries involved in the Euro-Mediterranean partnership, and on the democratization processes that characterize Southern Europe as a specific area within the Union.

The Centre also supports researches by individuals. Scholars are granted free access to libraries in Florence and to the Centre internal resources. They consist of documentation on the European Communities, databanks on European politics and a collection of socio-economic indicators on South European countries.

The CIRES is also a centre for advanced education on European integration. It organizes short courses for officials and practitioners, and seminars for students on democratization and Europeanization given by academics, researchers and guest scholars.

The Centre publishes Working Papers, providing original contributions to our knowledge of the Europeanization process, and Occasional Papers which collect essays by scholars and policy-makers attending research seminars organized by the Centre.

The Centre carries out its activities in collaboration with the Centro di Documentazione Europea (European Documentation Centre) of the University of Firenze, and research institutions and Universities in European countries.

CIRES

Italian Research Centre for European Studies