

# **REGIONE MOLISE**

## **POR FESR-FSE 2014-20**

### **RAPPORTO DI VALUTAZIONE EX ANTE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI**

**PRIORITÀ DI INVESTIMENTO 1b e 3c**

**Dicembre 2018**

## SOMMARIO

Glossario .....	1
<i>Executive summary</i> .....	4
1. Introduzione .....	5
2. Contesto macroeconomico e programmatico di riferimento .....	6
2.1. Gli strumenti finanziari nei Programmi cofinanziati dal FESR per il periodo 2014-2020.....	9
2.2. I fondi a livello europeo e a livello nazionale .....	14
3. I contenuti delle analisi valutative in rispondenza dell'art. 37 del Regolamento (UE) 1303/2013 .....	16
4. Fallimenti del mercato, condizioni di investimento subottimali e esigenze di investimento .....	16
4.1. Condizioni di investimento subottimali .....	16
4.1.1 Il mercato del credito in Italia: quadro generale.....	17
4.1.2 Il Credit crunch .....	18
4.2. Concause di fallimento del mercato e/o di subottimalità degli investimenti: le debolezze dell'economia regionale .....	20
4.3. Esigenze di investimento: calcolo del gap di indebitamento .....	23
4.3.1 Estrazione del campione stratificato (1).....	25
4.3.2 Calcolo dell'attivo fisso campionario negli 8 anni (2).....	26
4.3.3 Calcolo del <i>leverage</i> (Rapporto Attivo Fisso/Capitale Proprio) per ciascuna impresa campionata, <i>clustering</i> e definizione dell'oggetto di analisi per ciascun anno (3-4-5) .....	26
4.3.4 Calcolo del totale attivo dell'universo di riferimento (6) .....	27
4.3.5 Scenari di proiezione dell'Attivo per l'universo di riferimento al 2020 (7).....	28
4.3.6 Incidenza del gap di indebitamento sull'Attivo fisso: definizione di tre scenari previsionali al 2020. (8).....	29
4.3.7 Scenari di fabbisogno per l'universo di riferimento (9) .....	29
4.4 Quadro di sintesi e indicazioni .....	31
5. Il valore aggiunto dello strumento finanziario .....	33
5.1. Valutazione del valore aggiunto: aspetti qualitativi .....	33
5.2. Valutazione del valore aggiunto: aspetti quantitativi .....	35
6. La disponibilità di risorse pubbliche e private.....	37
7. Lezioni dell'esperienza .....	39
8. La strategia di investimento dello strumento finanziario.....	42
8.1 Soluzione proposta .....	42
8.2 Risultati attesi.....	45
8.3. Riesame e aggiornamento della valutazione ex ante .....	45
8.4 Il sistema di <i>Governance, reporting</i> e monitoraggio degli strumenti di ingegneria finanziaria .....	46

ALLEGATI.....	47
Allegato I - Il contesto economico del Molise: elementi rilevanti per la valutazione .....	47
Allegato II - Gli Strumenti finanziari nella recente esperienza della Regione Molise.....	47
Allegato III - Il calcolo del Gap di indebitamento – Dati campionari utilizzati.....	47

## GLOSSARIO

<b>Accordo di finanziamento</b>	Accordo tra l'Autorità di Gestione e il soggetto gestore con cui ha inizio l'operatività del Fondo, che descrive i termini e le condizioni per il conferimento, la gestione e l'utilizzo delle risorse del programma operativo al Fondo e i cui contenuti minimi sono definiti nell'allegato IV del Regolamento (UE) n. 1303/2013
<b>Accordo operativo</b>	Accordo tra il soggetto gestore (o gli intermediari finanziari con esso convenzionati) e il destinatario finale delle risorse, che descrive i termini e le condizioni di finanziamento delle iniziative
<b>Assistenza Tecnica</b>	Supporto tecnico fornito in relazione alla realizzazione di uno Strumento Finanziario (SF) e / o per sostenere la preparazione di potenziali investimenti
<b>Autorità di Gestione (AdG)</b>	Autorità pubblica designata dallo Stato Membro per la gestione di fondi SIE
<b>Banca Centrale Europea (BCE)</b>	La banca centrale dei 19 Stati Membri dell'Unione Europea che hanno adottato l'euro
<b>BEI</b>	Banca Europea per gli Investimenti
<b>Cofinanziamento</b>	Risorse finanziarie (pubbliche o private) necessarie a integrare i Fondi SIE.
<b>Co-investimento</b>	Investimento privato addizionale rispetto alla quota di cofinanziamento.
<b>Commissione Europea (CE)</b>	Organo esecutivo dell'Unione Europea
<b>Commissioni di gestione</b>	Commissioni relative alla gestione di uno Strumento Finanziario, di un Fondo di fondi, o di altri tipi di fondi di investimento
<b>Costi di gestione</b>	Costi connessi alle attività di gestione di un fondo, di un fondo di fondi, o di altre tipologie di strumenti finanziari.
<b>Destinatario finale</b>	Individuo o ente che riceve sostegno da uno strumento finanziario
<b>EFSI</b>	European Fund for Strategic Investment
<b>FEI</b>	Fondo Europeo per gli Investimenti, parte del gruppo BEI, che prevede il finanziamento alle piccole e medie imprese (PMI) attraverso capitale di rischio e strumenti finanziari
<b>FESR</b>	Fondo Europeo di Sviluppo Regionale
<b>Fondi strutturali e di investimento europei (Fondi SIE)</b>	Nome collettivo per: il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale, il Fondo Sociale Europeo, il Fondo di coesione, il Fondo Europeo Agricolo per lo Sviluppo Rurale e il Fondo Europeo per gli affari Marittimi e la Pesca
<b>Fondo dei Fondi (FdF)</b>	Fondo istituito con l'obiettivo di fornire sostegno mediante un programma o programmi a diversi strumenti finanziari
<b>Fondi di garanzia</b>	I fondi di garanzia forniscono garanzie finanziarie per prestiti richiesti da imprese, facilitando così l'accesso al credito bancario per tali soggetti. Questi fondi sono detti "rotativi" per il fatto che, quando i prestiti contratti dai singoli progetti vengono rimborsati, le garanzie vengono svincolate consentendo così di prestare nuove garanzie. I fondi di garanzia possono reimpiegare e far "girare" i fondi grazie ad un moltiplicatore del capitale del fondo.
<b>Fondi per prestiti</b>	I fondi per prestiti forniscono denaro per prestiti a progetti di sviluppo di piccole imprese. Sono detti rotativi in quanto le somme per nuovi prestiti sono disponibili non appena i singoli soggetti rimborsano i prestiti
<b>Fondo rotativo</b>	Sistema con cui il denaro ricavato dagli strumenti finanziari viene reimpiegato o "fatto girare" dopo essere stato utilizzato.
<b>FSE</b>	Fondo Sociale Europeo
<b>Gap di mercato</b>	Fallimento del mercato in cui non si verifica l'incontro tra domanda e offerta in termini quantitativi o qualitativi
<b>Garanzia</b>	Impegno a sostenere integralmente o in parte il rischio che il rimborso del capitale e degli interessi, dovuti per il ricorso ad un finanziamento concesso da un Istituto di credito, non venga onorato.

<b>General Exemption (GBER)</b>	<b>Block Regulation</b>	Regolamento (UE) n 651/2014 del 17 giugno 2014 che definisce alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno, in applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato.
<b>Gestore del fondo</b>		Ente incaricato dell'attuazione di una strategia di investimento e della gestione di un portafogli di investimenti relativi allo strumento finanziario
<b>Istituto finanziario</b>		L'esempio classico di un istituto finanziario è una banca che trasforma i depositi bancari in prestiti bancari.
<b>Intermediario finanziario</b>		Con il termine intermediario finanziario ci si riferisce alla funzione di agire da intermediario tra la domanda e l'offerta di prodotti finanziari
<b>Investimento rimborsabile</b>		Ai fini di questa nota, gli investimenti rimborsabili rappresentano l'assistenza finanziaria rimborsabile o il supporto finanziario totale o parziale attraverso i programmi dei Fondi Strutturali, per affrontare gli obiettivi della politica di coesione, attraverso prestiti, garanzie o partecipazioni
<b>Leva</b>		In questo caso, quanti euro di finanziamento (pubblico e/o privato) sono stati garantiti o pagati per ogni euro di finanziamento pubblico
<b>Mini-bond</b>		I minibond sono obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società italiane non quotate, tipicamente PMI, normalmente destinate a piani di sviluppo, a operazioni di investimento straordinarie o di refinancing. Permettono alle società non quotate di aprirsi al mercato dei capitali, riducendo la dipendenza dal credito bancario. Come tutte le obbligazioni hanno un tasso d'interesse riconosciuto sotto forma di cedola periodica, e una data di scadenza.
<b>Prestito</b>		Un prestito è un tipo di debito. In un prestito, il mutuatario inizialmente riceve o prende in prestito una somma di denaro, detto il capitale, dal creditore ed è obbligato a restituire o rimborsare un importo pari di denaro al creditore in un secondo momento. In genere, il denaro viene restituito in rate periodiche, o rimborsi parziali, in una rendita vitalizia, ogni rata è dello stesso importo. Un prestito viene generalmente fornito a un costo, indicato come interesse sul debito.
<b>SMEs o PMI (Piccole e medie imprese)</b>		Piccole e medie imprese come definite nella Raccomandazione UE 2003/56 e, da ultimo, dall'Allegato 1 al Regolamento (UE) n. 651/2014.
<b>Sofferenze</b>		Comprendono la totalità dei rapporti per cassa in essere con soggetti in stato d'insolvenza o in situazioni sostanzialmente equiparabili, a prescindere dalle garanzie che li assistono, al lordo delle svalutazioni e al netto dei passaggi a perdita eventualmente effettuati
<b>Tasso di decadimento</b>		Il tasso di decadimento in un determinato trimestre è dato dal rapporto fra due quantità. Il denominatore è costituito dal numero dei soggetti censiti in Centrale dei rischi e non considerati in "sofferenza rettificata" alla fine del trimestre precedente. Il numeratore è pari alla numerosità dei soggetti che sono entrati in sofferenza rettificata nel corso del trimestre di rilevazione. Il denominatore è depurato dagli eventuali crediti ceduti, nel trimestre di riferimento, a intermediari non partecipanti alla Centrale dei rischi. Il denominatore del rapporto, seppur riferito alla fine del trimestre precedente, viene convenzionalmente riportato con data contabile pari a quella del trimestre di rilevazione, la stessa del numeratore e del tasso di decadimento
<b>Strumento Finanziario (SF)</b>		Fondo di investimento che, come previsto nei Regolamenti UE, veicola lo sviluppo dei Fondi SIE o di altre risorse UE per mezzo di investimenti o attraverso garanzie.
<b>Tranched Cover</b>		La Tranched Cover è una forma di cartolarizzazione sintetica, che prevede la partecipazione al rischio secondo modalità differenziate da parte di più soggetti. In sostanza una banca si impegna a costituire un portafoglio di finanziamenti, erogati alle imprese, con specifiche caratteristiche (in termini di durata, finalità, tassi di interesse e profilo di rischio).

	<p>Il portafoglio viene segmentato (tranché) in due parti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• tranche junior che rappresenta la parte esposta al rischio di prima perdita;</li> <li>• tranche senior, invece, rappresenta la quota di rischio che rimane in capo alla banca che ha costituito il portafoglio di finanziamenti.</li> </ul>
--	---

## **EXECUTIVE SUMMARY**

La regolamentazione comunitaria per il periodo 2014-2020 prevede che, preliminarmente alla attivazione di strumenti finanziari, sia realizzata una valutazione ex ante che convalidi l'esigenza e l'efficacia dello strumento prospettato in fase di definizione del Programma Operativo (PO).

La Regione Molise ha stabilito di valutare l'utilizzo di strumenti di ingegneria finanziaria ai fini dell'implementazione della Priorità d'investimento 1.b): *Promuovere gli investimenti delle imprese in R&I sviluppando collegamenti e sinergie tra imprese, centri di ricerca e sviluppo e il settore dell'istruzione superiore, in particolare promuovendo gli investimenti nello sviluppo di prodotti e servizi, il trasferimento di tecnologie, l'innovazione sociale, l'ecoinnovazione, le applicazioni nei servizi pubblici, lo stimolo della domanda, le reti, i cluster e l'innovazione aperta attraverso la specializzazione intelligente, nonché sostenere la ricerca tecnologica e applicata, le linee pilota, le azioni di validazione precoce dei prodotti, le capacità di fabbricazione avanzate e la prima produzione, soprattutto in tecnologie chiave abilitanti, e la diffusione di tecnologie con finalità generali* e della Priorità d'investimento 3.c): *Sostenere la creazione e l'ampliamento di capacità avanzate per lo sviluppo di prodotti e servizi.*

Al fine di approfondire e determinare più precisamente i potenziali benefici che deriverebbero dalla progettazione e successiva messa in funzione di strumenti finanziari per le realizzazioni delle suddette Priorità di investimento, la struttura regionale, per il tramite del Nucleo di Valutazione e Verifica degli Investimenti Pubblici, ha proceduto a effettuare la valutazione ex ante in ottemperanza alla regolamentazione comunitaria vigente.

Il presente rapporto è il frutto di un lavoro di indagine e di analisi che ha reso evidenti fallimenti di mercato e rigidità derivanti sia dalla caratterizzazione dell'offerta di credito, sia da una modesta domanda di credito da parte delle imprese. Nello specifico, attraverso il lavoro di valutazione che è stato svolto, e nel corso del quale sono stati studiati molteplici aspetti correlati al mercato creditizio regionale, è stato possibile rilevare che:

- l'offerta di credito di banche e intermediari finanziari appare ancora limitata e fortemente condizionata da politiche prudenziali, sebbene in recupero circa le condizioni di svantaggio;
- l'offerta di credito di banche e intermediari finanziari operanti a livello regionale appare più "penalizzante" e meno vantaggiosa per quei settori che soffrono maggiormente gli effetti della crisi e/o le aziende rischiose;
- la domanda di credito per effettuare investimenti è molto contenuta;
- esiste un utilizzo subottimale dell'indebitamento per le imprese sufficientemente capitalizzate; tale sottoutilizzo costituisce un freno all'espansione delle attività aziendali e, in tale accezione, un problema la cui quantificazione risulta verosimilmente stimabile al 2020 in un *range* compreso tra 37 e 355 Meuro;
- asimmetrie informative e disallineamento di interessi generano il mancato incontro tra domanda e offerta di credito e – conseguentemente – un fallimento del mercato del credito; ciò giustifica l'implementazione di una politica pubblica di sostegno della domanda e di allentamento delle rigidità dell'offerta, affinché il sistema delle imprese sufficientemente capitalizzate si approssimi all'utilizzo ottimale dell'indebitamento, mantenendo corrette posizioni di equilibrio finanziario e uno scostamento positivo tra redditività e oneri finanziari;

- le risorse del Programma, seppur limitate, possono intaccare il problema descritto sul versante investimenti e, qualora non manifestamente spiazzate da ulteriori strumenti, tentare di impattarlo in misura “superiore” al loro controvalore, mediante meccanismi moltiplicatori in senso lato;
- dagli interessi del Programma dovrebbero muovere considerazioni laterali e tuttavia fondanti per il buon esito della policy, finalizzate a diluire l’impatto delle asimmetrie informative e, in buona sostanza, a tentare una “intermediazione” delle posizioni in campo, volta a ridurre le distanze tra domanda e offerta di credito. Un tentativo di contrasto a tali criticità potrebbe derivare dall’affidamento della gestione di un eventuale Fondo ad un soggetto terzo, diverso dalle tradizionali banche e dagli intermediari finanziari. In presenza di una proposta congrua, vantaggiosa rispetto alle condizioni assicurate dal mercato, una società in house della Regione potrebbe essere un soggetto idoneo a porre le basi per la creazione di un dialogo strutturato e per la definizione di “pacchetti” di offerta in grado di soddisfare le esigenze delle diverse parti.

L’attività svolta ha indotto il valutatore a esprimere un giudizio favorevole rispetto alla opportunità di creazione e successiva attivazione di uno strumento finanziario con il quale supportare l’abbattimento del gap di indebitamento, attraverso il finanziamento degli investimenti in innovazione esogena (macchinari, impianti e attrezzature), autoprodotta (Ricerca Industriale e Sviluppo Sperimentale) e ibrida (investimenti per industrializzazione dei risultati della ricerca). Il valutatore ha prospettato la soluzione strategica che in virtù dello studio condotto offre, a proprio giudizio, maggiori garanzie di successo nel conseguimento degli obiettivi fissati nel POR, qualora le strutture regionali propendessero per l’attuazione delle azioni attraverso strumenti finanziari.

L’analisi delle difficoltà esistenti, della struttura del sistema imprenditoriale e dei fallimenti di mercato rilevati porta a consigliare, in considerazione delle differenti tipologie di investimento assistite da massimali di aiuto molto diversi tra loro e tenendo in conto gli output attesi dal Programma, la progettazione di un sistema combinato attraverso cui utilizzare congiuntamente più tecniche (es. “pacchetti” che prevedano prestito e garanzia per il finanziamento del soggetto beneficiario a tasso agevolato e/o di mercato). La combinazione di misure diverse nell’ambito di un Fondo suddiviso in sezioni dovrebbe consentire la necessaria interoperabilità.

Le incertezze circa la capacità di reazione del mercato all’offerta di strumenti finanziari inducono l’Amministrazione a promuovere presso il soggetto gestore, ed è questo un altro motivo per preferire la finanziaria in house, accordi di finanziamento particolarmente flessibili, che consentano di reincamerare prontamente le risorse eccedenti, per impieghi diversamente caratterizzati all’interno del Programma.

## 1. INTRODUZIONE

La programmazione europea della politica di coesione per il periodo 2014-2020 pone notevole rilievo sull’utilizzo degli strumenti di ingegneria finanziaria come mezzo utile per integrare le tradizionali tipologie di supporto agli investimenti nelle politiche di sviluppo. Il Titolo IV (artt. 37-46) del Reg. (UE) 1303/13 “Disposizioni Comuni” indica, infatti, che *“gli strumenti finanziari sono attuati per sostenere investimenti che si prevede siano finanziariamente sostenibili e non diano luogo a un finanziamento sufficiente da fonti di mercato”*. L’orientamento a sostenere tali modalità attuative nell’ambito dei Programmi Operativi rappresenta un elemento di continuità rispetto al precedente ciclo di



programmazione. A livello europeo, anche in conseguenza delle disposizioni regolamentari per il ciclo 2007-2013, in effetti, il ricorso agli strumenti di ingegneria finanziaria ha avuto un rapido sviluppo: tali strumenti beneficiavano di un favorevole regime di certificazione che ne ha incentivato l'utilizzo, ma soprattutto la principale motivazione all'origine della crescente diffusione degli strumenti di ingegneria finanziaria è quella del rilevante effetto moltiplicatore che riescono a generare, in un periodo di riduzione delle risorse disponibili per le politiche di sviluppo. Tale effetto si presenta sia in fase iniziale di definizione degli strumenti - poiché ai gestori degli strumenti di ingegneria finanziaria è stato in taluni casi richiesto di cofinanziare l'iniziativa - sia in fase di implementazione, dato che ai destinatari è normalmente richiesto un cofinanziamento delle operazioni. Si concretizza, altresì, nei meccanismi di vincolo pro-quota delle disponibilità effettivamente impiegate nelle operazioni attivate mediante alcuni di questi strumenti. Nel ciclo di programmazione 2007-2013, la diffusione di tali strumenti è stata, inoltre, agevolata dalle attività promosse dall'Unione Europea e dai suoi istituti finanziari, Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e Fondo Europeo degli investimenti (FEI), con riferimento alle due iniziative comunitarie JESSICA (*Joint European Support for Sustainable Investment in City Areas*) e JEREMIE (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises*).

Gli strumenti di ingegneria finanziaria per propria natura costituiscono una categoria speciale di spesa, la cui positiva concezione e applicazione dipendono da una corretta valutazione delle lacune e delle esigenze del mercato. In quest'ottica, l'art. 37 del Reg. (UE) n. 1303/2013 contiene una nuova disposizione in base alla quale gli strumenti di ingegneria finanziaria devono essere progettati sulla base della valutazione ex ante che individui le lacune del mercato e i contesti in cui gli investimenti non sono effettuati in maniera ottimale, le relative esigenze di investimento, la possibile partecipazione del settore privato e il conseguente valore aggiunto apportato dallo strumento finanziario in questione. Tale valutazione ex ante ha, inoltre, la finalità di evitare sovrapposizioni e incoerenze tra gli strumenti di finanziamento adottati da differenti attori e a vari livelli.

## **2. CONTESTO MACROECONOMICO E PROGRAMMATICO DI RIFERIMENTO**

Il processo programmatico per il periodo 2014-2020 ha condotto alla scelta di prevedere l'uso di strumenti finanziari. Tale scelta è maturata sulla base della condivisione di esperienze, della percezione di fabbisogni di finanziamento presenti nel territorio e giudicati necessari per dare slancio all'economia regionale, fiaccata dalla crisi economica che ha ne ridimensionato la capacità produttiva.

L'opzione di prevedere l'utilizzo di strumenti di ingegneria finanziaria si fonda quindi su una pluralità di ragioni tra cui la limitata dotazione finanziaria di cui la Regione Molise potrà beneficiare a valere sui Fondi FESR e FSE per assicurare lo sviluppo, l'occupazione e la coesione territoriale, nonché le ristrettezze di bilancio che la Regione stessa incontra e che in questa fase mettono a dura prova la capacità delle istituzioni e delle amministrazioni pubbliche di garantire l'attuazione di politiche in grado di rispondere alle esigenze dell'intera popolazione. La scelta di prevedere – laddove la valutazione ex ante ne confermasse la validità– l'utilizzo di strumenti di ingegneria finanziaria discende, inoltre, da considerazioni inerenti a una serie di aspetti, quali: *a)* la capacità degli strumenti stessi di associare diverse forme di risorse pubbliche e private; *b)* la maggiore sostenibilità nel lungo termine del supporto offerto tramite risorse pubbliche che deriverebbe dall'utilizzo di forme di rotazione; *c)* l'effetto moltiplicatore che l'utilizzo di tali strumenti può generare; *d)* il più efficiente utilizzo delle risorse e l'ottimizzazione della spesa pubblica.

L'opzione favorevole all'impiego di strumenti di ingegneria finanziaria ai fini dell'attuazione di alcune azioni del POR è riconducibile anche alla volontà della Regione di favorire una inversione di rotta rispetto al più tradizionale e massiccio utilizzo di sovvenzioni erogate tramite misure a fondo perduto: ciò, al fine di produrre, da un lato, una più efficiente allocazione delle risorse pubbliche e, dall'altro, una maggiore responsabilizzazione dei beneficiari in capo ai quali far permanere una "più elevata quota" di rischio e quindi un maggior impegno nella definizione e attuazione di progettualità valide.

Gli strumenti di ingegneria finanziaria promossi fortemente a livello comunitario per sostenere quegli investimenti sostenibili, che non sono in grado di attrarre sufficienti finanziamenti da fonti di mercato, sono stati considerati particolarmente utili per le piccole e medie imprese che normalmente incontrano maggiori difficoltà in questo ambito. Nel contesto molisano, costellato da una assai prevalente presenza di micro, piccole e medie imprese (circa il 96% delle imprese appartengono a questa classe dimensionale) si è quindi ritenuto utile prevederne l'uso programmato e creare, nell'ambito del POR, un addendum al finanziamento bancario del sistema imprenditoriale.

Il settore creditizio regionale è caratterizzato da un'offerta di credito piuttosto rigida da parte di banche ed intermediari finanziari e da una esigua domanda proveniente dalle imprese presenti sul territorio. Nel 2015 il credito alle imprese si è ridotto dell'1,7% (-3,8% nel 2014), con dinamiche negative più marcate nelle branche di attività economica della manifattura e delle costruzioni, rispettivamente -2% e -4,5%. L'analisi delle determinanti della domanda di credito mette in luce che nel corso del 2015 si sono accresciute soprattutto le domande di finanziamenti finalizzati al sostegno del capitale circolante e la richiesta di crediti diretti alla ristrutturazione di posizioni debitorie pregresse, mentre le richieste di prestiti per investimenti crescono ancora ad un ritmo più contenuto rispetto alle regioni del Nord Italia e del Centro.

Sebbene a partire dal 2008 si sia registrata una riduzione del costo del debito per i prestiti ottenuti dalle banche – riduzione legata in via principale alle misure adottate dalla Banca Centrale - nelle regioni del Mezzogiorno il costo del debito sostenuto dalle piccole e medie imprese è nettamente superiore alla media nazionale; a ciò si aggiunga che per il Molise il rapporto tra oneri e debiti finanziari è il più elevato delle regioni del Mezzogiorno (Molise:6,7% nel 2016; Sardegna:4,8% nel 2016)<sup>1</sup>.

Seppure nella limitatezza delle risorse che sarà possibile attingere dal Programma, lo strumento finanziario appare una possibilità idonea a sostenere una politica pubblica orientata a contrastare le debolezze del mercato creditizio sopra segnalate.

Quanto alla finalizzazione degli investimenti da sostenere, l'analisi del contesto socio economico, espletata diffusamente in allegato (Allegato I), evidenzia condizioni di particolare criticità riassunte nelle considerazioni che seguono.

- La realtà regionale presenta importanti distanze rispetto a quella nazionale ed europea; queste emergono dall'analisi dei principali indicatori macroeconomici (Pil, produttività del lavoro, reddito pro capite, etc.) che, nel periodo lungo della crisi economico-finanziaria, confermano una condizione di accresciuta sofferenza del sistema produttivo regionale e una contrazione delle capacità occupazionali, con riferimento alle quali si assiste ad un radicale *downgrading* nell'andamento del mercato del lavoro rispetto al periodo di avvio

---

<sup>1</sup> Rapporto PMI Mezzogiorno 2016.

della programmazione 2007-2013, quando il tasso di disoccupazione giovanile si attestava al 23,2% (2007) e il tasso di disoccupazione (15 anni e oltre) all'8,1% (2007): nel 2015 la Regione si attesta su valori pari, rispettivamente al 42,7% e al 14,3%.

- La struttura imprenditoriale molisana è caratterizzata dalla forte presenza di imprese di piccole dimensioni, sia in termini di numero di addetti, che di fatturato. La limitata capacità di aggregazione e di mettersi in rete ne incrementa il grado di fragilità. Altro elemento sostanziale che limita la capacità delle imprese di affermarsi anche oltre i confini regionali è il forte peso di settori tradizionali.
- Il Molise si identifica come “*Moderate Innovator*” secondo il *Regional Innovation Scoreboard 2016*; ciò significa che si pone nei livelli più bassi rispetto a capacità e propensione all'innovazione in Europa.
- La capacità di esportare della regione – uno dei principali indicatori Istat per la misura del grado di internazionalizzazione di un territorio - indipendentemente dai segnali di ripresa rilevati in particolare settori (es. metallurgia, settori a domanda mondiale dinamica), resta piuttosto contenuta sia rispetto alla media delle Regioni in Transizione, che rispetto alla media nazionale negli ultimi anni.

Nell'intento di conseguire gli obiettivi fissati in Europa 2020, ossia di restituire il giusto grado di competitività alla Regione e di favorire una crescita occupazionale che concorra a maggiori livelli di diffuso benessere, mediante il contrasto delle barriere che ostacolano l'accesso delle imprese al credito, è pertanto giustificato, laddove valutato positivamente, il ricorso all'uso degli strumenti finanziari. In questa affermazione l'obiettivo prevalente è chiaramente identificato nel contrasto alle debolezze del contesto imprenditoriale e sociale, configurandosi il miglioramento dell'aspetto creditizio come un obiettivo soltanto intermedio, come uno degli strumenti attraverso il quale conseguire il fine principale. Ciò, a parere del valutatore e in conformemente alle opzioni consentite per l'implementazione del Programma, motiva sufficientemente, per l'Asse 3, l'utilizzodi strumenti finanziari all'interno di obiettivi specifici differenti dal 3.6 AdP<sup>2</sup>. I successivi approfondimenti analitici riguardanti la quantificazione del gap di indebitamento si atteggiano, in tal senso, quali accertamenti delle possibilità di intervenire – e in qual misura - mediante strumenti finanziari.

Per le ragioni suesposte ed in linea con le disposizioni regolamentari, la Regione Molise ha puntualizzato le priorità di investimento e le azioni potenzialmente interessate da tali modalità di attuazione.

A tal proposito, le attività di valutazione oggetto del presente rapporto si focalizzano:

- sull'Asse 1 “Ricerca, sviluppo tecnologico e innovazione”, con particolare riferimento alla priorità di investimento 1b), obiettivo specifico 1.1, azione 1.1.1 “Sostegno alle attività collaborative di R&S per lo sviluppo di nuove tecnologie sostenibili, di nuovi prodotti e servizi (1.1.4 AdP)”;
- sull'Asse 3 “Competitività del sistema produttivo”, con particolare riferimento alla priorità di investimento 3c, obiettivo specifico 3.1, azione 3.1.1 “Aiuti per investimenti in macchinari, impianti e beni intangibili, e accompagnamento dei processi di riorganizzazione e ristrutturazione aziendale (3.1.1. AdP)”.

---

<sup>2</sup> Obiettivo specifico 3.6: Miglioramento dell'accesso al credito, del finanziamento delle imprese e della gestione del rischio in agricoltura

La valutazione è sviluppata tenendo conto dei riferimenti metodologici delle Linee Guida predisposte dalla BEI e dalla Commissione Europea *“Ex ante assessment methodology for financial instruments in the 2014-2020 programming period”* e con quanto previsto dall’art. 37 del Regolamento (UE) n. 1303/2013.

Completa la breve descrizione del contesto qui fornita constatare che misure volte a contribuire allo sviluppo imprenditoriale, alla crescita del mercato dei finanziamenti per la realizzazione di investimenti in innovazione sono presenti, oltre che nell’ambito del POR, in altri programmi e/o strumenti di attuazione delle politiche pubbliche orientati allo stesso *target* territoriale per il periodo di programmazione 2014-2020.

Allo stesso modo, una pluralità di strumenti sono stati attivati nel corso del periodo di programmazione 2007-2013, a valere su fondi nazionali e su fondi comunitari, anche a gestione concorrente. Rispetto a questi è possibile che – laddove si siano verificate delle buone prassi - si decida di procedere all’ampliamento degli stessi. Su quest’ultimo aspetto, si consulti l’Allegato II al presente documento, nel quale è proposta una particolareggiata disamina degli strumenti finanziari utilizzati dalla Regione Molise nel periodo 2007-2016.

## **2.1. Gli strumenti finanziari nei Programmi cofinanziati dal FESR per il periodo 2014-2020**

Con riferimento ai Programmi italiani della gestione concorrente a co-finanziamento FESR, è riportata, nelle successive tabelle 2.1.a e 2.1.b, una breve disamina degli strumenti a cui le imprese del territorio regionale potrebbero aver accesso, evidenziando le relative “specializzazioni” di scopo e, per quelli afferenti ai PON, anche le specifiche tecniche utilizzate.

Tale operazione sottopone all’Autorità di Gestione taluni elementi informativi atti a orientare, sotto il profilo qualitativo, le decisioni circa le definizioni delle relazioni di complementarità/demarcazione o di “addizionalità” da conferire allo strumento da attivare nel POR, al fine di rendere più attrattiva e completa possibile l’offerta di finanziamenti.

Nel successivo paragrafo 2.2, si amplierà la suddetta panoramica a strumenti comunitari e nazionali adottati fuori dal campo di indagine qui focalizzato.

**Tabella n.2.1.a**

Programma/Strumento attuativo	Priorità/Asse	Obiettivo Specifico	Azione del POR di riferimento	Informazioni relative al sostegno	USO SF	Dotazione €
POR FESR FSE Molise 2014-2020	1b/ 1 Ricerca, sviluppo tecnologico e innovazione	1.1 Incremento delle attività di innovazione delle imprese	1.1.1 Sostegno alle attività collaborative di R&S per lo sviluppo di nuove tecnologie sostenibili, di nuovi prodotti e servizi (1.1.4 AdP)	L'azione è volta a sostenere la collaborazione tra imprese, Università, centri di ricerca, altri soggetti dell'industria, della ricerca e aggregazioni pubblico-private in materia di R&S per lo sviluppo di nuove tecnologie sostenibili, nuovi prodotti e nuovi servizi. L'azione sostiene in via esclusiva la Smart Specialisation Strategy ed i suoi driver di sviluppo: i) Ambiente; ii) Benessere; iii) Creatività, che accolgono ed intendono valorizzare, tra le altre, le potenzialità della green economy e dell'eco-innovazione, in termini di (i) nuovi bacini occupazionali; (ii) gestione efficiente delle risorse; (iii) lotta al cambiamento climatico; (iv) contrasto dei rischi ambientali; (v) salute umana ed alimentazione. A tal fine, è data attenzione alle tecnologie abilitanti (KETs, Key Enabling Technologies). L'azione concede agevolazioni finanziarie per iniziative riferite a programmi di "ricerca industriale e sviluppo sperimentale" e, se del caso, ai conseguenti programmi di "industrializzazione" dei risultati.	SI	Circa 7 Meuro
	3c/ 3 Competitività del sistema produttivo	3.1 Rilancio della propensione agli investimenti del sistema produttivo	3.1.1 - Aiuti per investimenti in macchinari, impianti e beni intangibili, e accompagnamento dei processi di riorganizzazione e ristrutturazione aziendale (3.1.1. AdP)	L'azione è volta al sostegno di investimenti in beni materiali (macchinari, impianti) e immateriali, nonché a sostenere le imprese nelle attività di riorganizzazione aziendale, funzionali all'adozione di soluzioni innovative per la gestione e per l'introduzione di innovazioni di processo/prodotto. Si mira a una più ampia diffusione dell'innovazione. A questo proposito, sono favoriti gli interventi che determinano sostanziali upgrade di innovazione, mediante l'introduzione di soluzioni brevettate od industrializzate negli ultimi 3-5 anni. Tra gli altri, sono ammessi al sostegno gli investimenti in tecnologie abilitanti (KET - Key Enabling Technologies) e, qualora si configurino come innovazioni di processo o siano funzionali all'innovazione di prodotto, gli interventi riguardanti le tecnologie dell'informazione e comunicazione (ICT - Information Information & Communication Technologies). Sotto il profilo ambientale, sono incentivati gli investimenti materiali in cleaner technology supportati anche da servizi di Life Cycle Assessment, l'adozione di sistemi, tecnologie e impianti volti alla riduzione dell'inquinamento acustico, delle emissioni inquinanti in atmosfera, alla riduzione delle emissioni in acqua, nonché dei carichi massimi ai sistemi di scarico degli impianti di produzione; sono inoltre agevolate le modifiche tecnologiche al ciclo produttivo-lavorativo che comportino una riduzione della produzione di rifiuti e, in forma complementare, i progetti concernenti l'introduzione, l'implementazione, la certificazione e/o registrazione di qualità ambientale relativi ai prodotti e/o ai sistemi di gestione.		

Tabella n. 2.1.b

Programma/Strumento attuativo	Priorità/Asse	Obiettivo Specifico	Azione del Programma	Informazioni relative al sostegno	USO SF	Tipologia delle relazioni con gli strumenti POR
PON IMPRESE E COMPETITIVITA' 2014-2020	3d/ 3 Competitività PMI	3.6Miglioramento dell'accesso al credito, del finanziamento delle imprese e della gestione del rischio in agricoltura	3.6.4 Contributo allo sviluppo del mercato del capitale di rischio, con particolare riferimento al segmento del <i>venture capital</i>	L'azione mira a rafforzare il mercato del capitale di rischio, con particolare riferimento al segmento del <i>venture capital</i> (che comprende gli interventi per lo <i>start-up</i> d'impresa, finanziando le fasi <i>pre-seed</i> , <i>seed</i> ed <i>early stage</i> ). Le misure da attivare saranno articolate su due tipologie. Nella prima tipologia rientrano le iniziative volte a sostenere gli investimenti nel capitale di imprese ad alto potenziale di sviluppo, sia nel settore dei servizi ad elevata intensità di conoscenza e ad alto valore aggiunto tecnologico, sia in settori emergenti e ad alta potenzialità di mercato, tra cui quelli collegati ai <i>driver</i> di sviluppo individuati nell'ambito della Strategia nazionale di specializzazione intelligente. Le misure potranno consistere sia nella partecipazione diretta a fondi di capitale di rischio, di nuova costituzione o già esistenti, sia nell'eventuale costituzione o partecipazione in un fondo dei fondi di capitale di rischio. Nella seconda tipologia rientrano iniziative rivolte ad una più vasta platea di imprese che abbiano esigenze di finanziare programmi di sviluppo attraverso il ricorso a forme tecniche di finanziamento <i>equity</i> e, soprattutto, <i>quasi-equity</i> , alternative al tradizionale prestito bancario. Tali misure potranno consistere nella costituzione e/o nella partecipazione finanziaria di uno o più fondi che, coinvestano con investitori privati e/o con operatori del mercato creditizio, nel finanziamento delle imprese, principalmente, mediante strumenti di <i>quasi-equity</i> , quali prestiti obbligazionari, prestiti partecipativi, finanziamenti <i>mezzanine</i> , ecc.	SI	Complementarità/ demarcazione

Programma/Strumento attuativo	Priorità/Asse	Obiettivo Specifico	Azione del Programma	Informazioni relative al sostegno	USO SF	Tipologia delle relazioni con gli strumenti POR
PON IMPRESE E COMPETITIVITA' 2014-2020	3d/ 3 Competitività PMI	3.6Miglioramento dell'accesso al credito, del finanziamento delle imprese e della gestione del rischio in agricoltura	3.6.1 Potenziamento del sistema delle garanzie pubbliche per l'espansione del credito in sinergia tra sistema nazionale e sistemi regionali di garanzia, favorendo forme di razionalizzazione che valorizzino anche il ruolo dei confidi più efficienti ed efficaci	<p>Attraverso l'Azione si intende sostenere il <b>Fondo centrale di garanzia</b>, di cui all'art. 2, c. 100, let. a), della l. 23/12/1996, n. 662, in continuità con la positiva esperienza fatta nel corso del periodo di programmazione 2007-2013 nell'ambito del PON Ricerca. Gli interventi saranno volti a sostenere l'accesso delle imprese a operazioni finanziarie, sia per investimenti produttivi, sia per il finanziamento del capitale circolante. Il Fondo centrale potrà concedere sia garanzie dirette, sia riassicurare o controgarantire garanti di primo livello, quali altri fondi di garanzia e confidi. Gli interventi saranno attuati promuovendo sinergie sia con i sistemi regionali di garanzia (fondi regionali di garanzia e confidi), sia con le istituzioni finanziarie europee di sviluppo (BEI e FEI).</p> <p>L'azione mira, anche attraverso l'utilizzo del Fondo di garanzia, a incrementare il ricorso delle imprese italiane (soprattutto piccole e medie imprese) a forme di finanziamento alternative al tradizionale prestito bancario al fine di rendere maggiormente accessibili. Tale obiettivo è perseguito anche dal lato della domanda, sostenendo la nascita di un segmento di mercato, composto prevalentemente da fondi comuni specializzati negli investimenti in crediti e/o <i>bond</i> emessi da piccole e medie imprese (cosiddetti <i>mini bond</i>). A tal fine, il rilascio della garanzia del fondo sulla singola emissione di <i>mini bond</i>, ovvero su interi portafogli di <i>mini bond</i>, può consentire di migliorare il rapporto rischio/rendimento percepito di tali operazioni. L'obiettivo dell'azione è, dunque, quello di promuovere, sia presso le piccole e medie imprese sia presso tali nuove figure di investitori professionali, lo strumento del <i>mini bond</i>, con il fine ultimo di ridurre, nel medio-lungo termine, il grado di dipendenza delle imprese dal tradizionale credito bancario</p>	SI	Addizionalità sullo strumento e demarcazione nei target
PON RICERCA E INNOVAZIONE	1b/ II Progetti tematici		Azione II.3 - Progetti di Ricerca su Tecnologie Abilitanti (KET'S)	<p>Il Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca (MIUR) ha creato un "Fondo di fondi" (FdF) di rilevanza nazionale per la ricerca e l'innovazione gestito dalla BEI, in conformità con le disposizioni dell'"Accordo di finanziamento" stipulato il 15 dicembre 2016 tra MIUR e BEI.</p> <p>Gli investimenti che i Fondi Ricerca e Innovazione potranno finanziare comprendono attività di ricerca industriale e sviluppo sperimentale in linea con i criteri di selezione del PON Ricerca e Innovazione e promuovono lo sviluppo e l'utilizzo delle tecnologie abilitanti</p>	SI	Addizionalità

Programma/Strumento attuativo	Priorità/Asse	Obiettivo Specifico	Azione del Programma	Informazioni relative al sostegno	USO SF	Tipologia delle relazioni con gli strumenti POR
				fondamentali (Key Enabling Technologies - KETs) per le aree tematiche della Strategia Nazionale di Specializzazione Intelligente (SNSI). La strategia di investimento del Fondo prevede anche la possibilità di realizzare una piattaforma nazionale per la ricerca e l'innovazione con eventuali apporti di risorse proprie da parte della BEI, di altri programmi operativi nazionali e regionali, e/o di altri intermediari finanziari nazionali e regionali.		



## 2.2. I fondi a livello europeo e a livello nazionale

A livello europeo, un importante supporto finanziario agli interventi volti a sostenere Ricerca e Innovazione è offerto dal Programma “*InnovFin- EU Finance for Innovators*”, un’iniziativa congiunta del Gruppo BEI (BEI e FEI) nell’ambito del programma europeo *Horizon 2020*. Il programma persegue l’obiettivo di facilitare l’acquisizione di risorse finanziarie per imprese di grandi dimensioni e PMI che intendono realizzare investimenti in ricerca e innovazione. La dotazione prevista è di circa 24 Miliardi di Euro, sotto forma di finanziamenti, garanzie ed *equity*. Le modalità operative di InnovFin sono piuttosto variegate, non solo per quanto riguarda gli strumenti utilizzabili, ma anche per le forme di intervento e includono:

- *InnovFin Large Projects* (InnovFin per grandi progetti);
- *InnovFin MidCap Growth Finance* (Finanziamento InnovFin per la crescita delle MidCap);
- *InnovFin MidCap Guarantee* (Garanzia InnovFin per le MidCap);
- *InnovFin SME Venture Capital* (*Venture Capital* InnovFin per le PMI);
- *InnovFin SME Guarantee* (Garanzia InnovFin per le PMI).

*InnovFin SME Guarantee* si configura come strumento a supporto per le PMI, in quanto fornisce garanzie e controgaranzie sul finanziamento con capitale di debito compreso tra 25.000 Euro e 7,5 Milioni di Euro, al fine di migliorare l’accesso al credito per le PMI innovative e per le MidCap di piccole dimensioni (fino a 499 dipendenti). In questo caso la garanzia è dedicata a finanziamenti per investimenti nella produzione o sviluppo di prodotti, processi e servizi innovativi e caratterizzati da rischio tecnologico o industriale.

Ulteriori strumenti destinati alle PMI per ciò che concerne a) *Equity Venture Capital* e b) copertura di garanzia sono attivati nell’ambito del Programma COSME (*COmpetitiveness of enterprises and Small and Medium sized Enterprises* - SMEs) <sup>3</sup>, il programma quadro della Commissione Europea dedicato alla competitività delle imprese e delle PMI dotato di 2,3 miliardi di Euro per il periodo 2014/2020, il 60% dei quali destinato agli strumenti finanziari:

- *Loan Guarantee Facility* (LGF): strumento creato ad hoc per fornire alle PMI garanzie adeguate per ottenere un finanziamento. Le garanzie europee non copriranno più del 50% del finanziamento;
- Garanzie per il finanziamento del debito (co-finanziamenti, *leasing* e garanzie bancarie);
- Cartolarizzazione di portafogli di crediti concessi alle PMI;
- *Equity Facility for Growth* (EFG): tramite questo strumento si effettueranno investimenti in *risk capital funds*, inclusi fondi di fondi, per promuovere investimenti nelle PMI in stato di espansione e/o di crescita.

---

<sup>3</sup> COSME sostituisce il programma quadro CIP (Programma per la Competitività e Innovazione) e il Programma EIP (Entrepreneurship and Innovation), della programmazione 2007 - 2013. Il programma si sviluppa in modo complementare ad Horizon 2020, sostenendo l’accesso al Capitale di Rischio e stimolando lo sviluppo di Venture Capital. Gli obiettivi principali del programma, infatti, sono: a) migliorare l’accesso ai finanziamenti destinati alle PMI sotto forma di capitale o di debito; b) agevolare l’ingresso delle imprese nei mercati europei ed internazionali, tramite il sostegno fornito da Enterprise Europe Network; c) promuovere l’imprenditorialità di giovani e donne, sostenendo la creazione di nuove imprese.

Il primo strumento - *Loan Guarantee Facility* (LGF) - ha carattere multisettoriale ed è prioritariamente indirizzato a PMI che hanno difficoltà ad accedere al credito.

Infine, merita di essere citato il Programma EaSI - *Employment and Social Innovation* che punta alla promozione di un elevato livello di occupazione di qualità e sostenibile, alla garanzia di un'adeguata e dignitosa protezione sociale, alla lotta contro l'esclusione sociale e la povertà e al miglioramento delle condizioni di lavoro. Il programma, che si articola in tre assi<sup>4</sup>, appare di rilievo soprattutto per ciò che concerne il sostegno alle imprese sociali previsto nell'ambito dell'Asse Microfinanza e impresa sociale. Nell'ambito di questo, infatti, è sostenuto l'accesso al credito per le imprese sociali. Lo strumento dedicato di investimento (finanziato dai fondi del Programma EaSI e/o da altri investitori) potrà fornire a) prestiti; b) capitale sociale; c) strumenti di condivisione del rischio; d) finanziamenti diretti alle imprese sociali o entrambi ad imprese sociali.

A livello nazionale inoltre, il MISE mette a disposizione ulteriori strumenti dedicati alle PMI. Tra questi:

- Fondo rotativo per il sostegno alle imprese e agli investimenti in ricerca (FRI), gestito da Cassa Depositi e Prestiti per la gestione di leggi agevolative attivate dai Ministeri (tra cui MISE, MIUR e MIPAAF);
- Smart & Start, sostegno alle *start up* innovative, consistente in un finanziamento agevolato senza interessi per team di persone che intendono costituire una start up innovativa.

---

<sup>4</sup> *Progress*, che sostiene occupazione e la solidarietà sociale; EURES che sostiene le attività della rete EURES (rete dei servizi europei per l'impiego) e dei suoi attori Eures; Microfinanza e impresa sociale.

### **3. I CONTENUTI DELLE ANALISI VALUTATIVE IN RISPONDEZA DELL'ART. 37 DEL REGOLAMENTO (UE) 1303/2013**

Il lavoro condotto ha l'obiettivo di formulare una valutazione circa l'opportunità di attivare strumenti di ingegneria finanziaria nell'ambito delle Priorità di investimento 1b) Azione 1.1.1 e 3c) Azione 3.1.1 del POR FESR FSE 2014-2020 della Regione Molise. La valutazione è stata realizzata in linea con quanto previsto dall'art. 37 del Regolamento 1303/2013 e comprende l'analisi dei seguenti aspetti:

- un'analisi dei fallimenti del mercato, delle condizioni di investimento subottimali e delle esigenze di investimento. Questa analisi è svolta al successivo Capitolo 4, come corredato dagli allegati I e III;
- una valutazione del valore aggiunto degli strumenti finanziari che si ritiene saranno sostenuti dai fondi SIE, della coerenza con altre forme di intervento pubblico che si rivolgono allo stesso mercato, delle possibili implicazioni in materia di aiuti di Stato, della proporzionalità dell'intervento previsto e delle misure intese a contenere al minimo la distorsione del mercato. Questa analisi è svolta al successivo Capitolo 5;
- una stima delle risorse pubbliche e private aggiuntive che lo strumento finanziario ha la possibilità di raccogliere, fino al livello del destinatario finale (effetto moltiplicatore previsto), compresa, se del caso, una valutazione della necessità di remunerazione preferenziale, e del relativo livello. Questa analisi è svolta al successivo Capitolo 6;
- una valutazione delle lezioni tratte dall'impiego di strumenti analoghi e dalle valutazioni ex ante effettuate in passato dagli Stati membri, compreso il modo in cui tali lezioni saranno applicate in futuro. Questa analisi è svolta al successivo Capitolo 7, come corredato dall'Allegato II;
- la strategia di investimento proposta, compreso un esame delle opzioni per quanto riguarda le modalità di attuazione, i prodotti finanziari da offrire, i destinatari finali e, se del caso, la combinazione prevista con il sostegno sotto forma di sovvenzioni. Questa analisi è svolta al successivo Capitolo 8;
- un'indicazione dei risultati attesi e del modo in cui si prevede che lo strumento finanziario considerato contribuisca al conseguimento degli obiettivi specifici della pertinente priorità, compresi gli indicatori per tale contributo. Questa analisi è svolta al successivo Capitolo 8;
- disposizioni che consentano di procedere, ove necessario, al riesame e all'aggiornamento della valutazione ex ante durante il periodo di attuazione dello strumento finanziario. Questo adempimento è descritto al successivo Capitolo 8.

### **4. FALLIMENTI DEL MERCATO, CONDIZIONI DI INVESTIMENTO SUBOTTIMALI E ESIGENZE DI INVESTIMENTO**

#### **4.1. Condizioni di investimento subottimali**

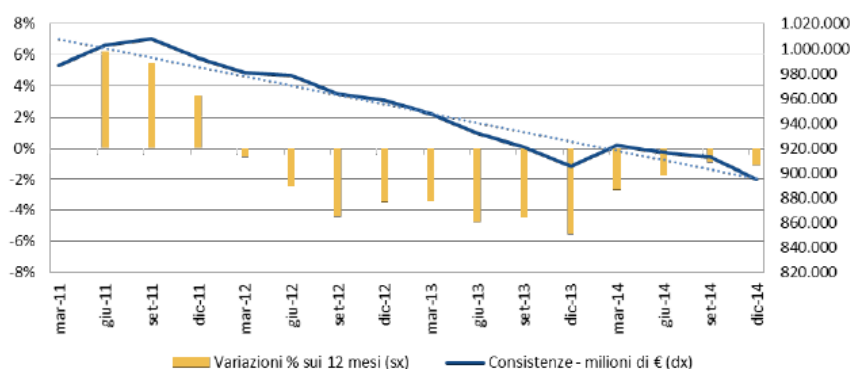
Non prevedendo l'elaborazione di considerazioni attagliate al contesto regionale e riferendosi, viceversa, a elementi generali relativi a condizioni nazionali (o anche sovranazionali), il presente Paragrafo è compilato utilizzando brani particolarmente interessanti e centrati tratti integralmente da studi terzi e qui di seguito ricomposti in maniera funzionale al ragionamento che si intende condurre. Trattasi in particolare di: (i) Strumenti finanziari nello sviluppo rurale 2014-2020 - Valutazione ex ante nazionale – Mipaaf Rete rurale Nazionale; (ii) Working Paper "The real effects of credit crunch in the Great Recession: evidence from Italian

provinces” – Febbraio 2016. L'utilizzo del primo lavoro si segnala come largamente prevalente e foriero anche delle rappresentazioni grafiche riportate nel Paragrafo.

#### 4.1.1 Il mercato del credito in Italia: quadro generale

Il valore dei prestiti alle imprese è in costante calo dall'ultimo picco registrato a settembre 2011. Alla fine del 2014, il valore totale degli impieghi, rispetto al livello registrato nel terzo trimestre 2011, si è ridotto di circa l'11 per cento, per un valore complessivo superiore a 112,6 miliardi di euro. Secondo l'ultimo bollettino economico disponibile della Banca d'Italia, i prestiti alle imprese (incluse le famiglie produttrici) rilevati a febbraio 2015 sono ancora in forte calo su base annua, con una riduzione pari al 3,4 per cento.

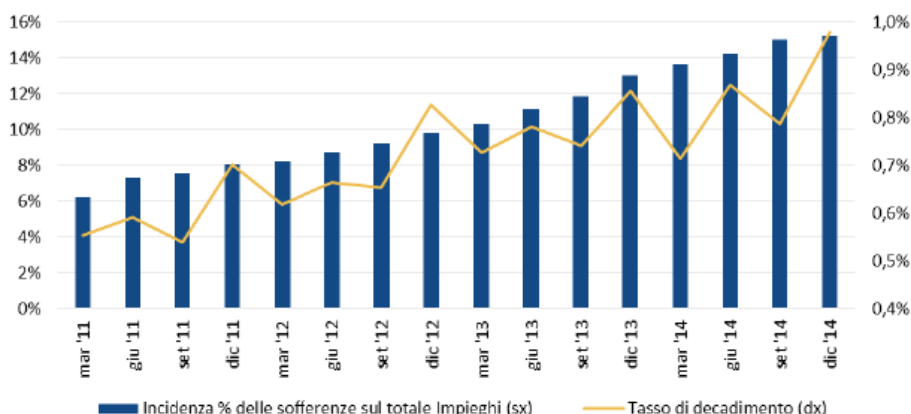
##### *Prestiti bancari alle imprese*



Fonte: elaborazioni ISMEA su dati Banca d'Italia

Con riferimento alla qualità del credito, alla fine del 2014, le sofferenze hanno superato i 136 miliardi, risultando pari al 15,3 per cento del totale degli impieghi e mostrando una continua crescita dagli inizi del 2011 (rappresentavano il 6,2 per cento degli impieghi nel mese di marzo del 2011). Il tasso di decadimento, frattanto, si è attestato allo 0,98 per cento, in crescita anch'esso rispetto al livello di marzo 2011 (0,55%).

##### *Qualità del credito: evoluzione delle sofferenze e del tasso di decadimento*



Fonte: elaborazioni ISMEA su dati Banca d'Italia

Secondo gli analisti della Banca d'Italia (Banca d'Italia 2014), il calo degli impieghi è dovuto a una riduzione della domanda di finanziamento da parte delle imprese, come effetto della prolungata fase recessiva, ma anche di perduranti tensioni sul lato dell'offerta, in particolare

nei confronti dei segmenti di clientela più rischiosa, per effetto delle pressioni della recessione sui bilanci bancari.

#### 4.1.2 Il Credit crunch

La regolamentazione prudenziale di Basilea non ha aiutato il credito, nei suoi complessi meccanismi che mirano a tenere conto del rischio nel calcolo dei *ratio* di capitale. L'idea è calcolare i cosiddetti Risk Weighted Assets (RWA), da utilizzare al denominatore dei ratio invece del totale attivo. In tal modo, a parità di valore, una esposizione meno rischiosa richiede meno capitale di copertura. I risk weight delle principali categorie di asset possono variare tra zero e 150%, ma gran parte delle esposizioni in pratica ottiene un peso inferiore a 100% (perciò il RWA risulta inferiore al totale attivo). Quanti più asset ottengono ponderazioni minori del 100%, tanto meno capitale bisogna accumulare per rispettare il ratio, a parità di attivo nominale.

Per i prestiti, nelle norme di Basilea 3 i risk weight sono rimasti penalizzanti, come già erano in Basilea 2, rispetto agli asset alternativi (titoli di Stato, cassa, etc.). Nel metodo standardizzato, il peso è pari a zero per i titoli di Stato ad alto rating (e per la cassa). Cresce per i titoli a rating più basso, fino a 150%<sup>5</sup>. Per i prestiti alle imprese, il peso parte da 20% per quelle con alto rating e cresce con i rating più bassi, mantenendosi quasi sempre maggiore di quello per i titoli, arrivando anch'esso fino al 150%. Per i titoli di Stato e le aziende unrated il peso è pari a 100%. Un problema riscontrato nell'applicazione pratica è che gran parte (se non tutti) i titoli sovrani acquistati dalle banche hanno un rating (e non basso), mentre buona parte dei prestiti alle imprese, specie PMI, non ce l'ha. Perciò tali prestiti sarebbero stati pesati al 100%, non per un rischio davvero elevato, ma solo perché privi di rating. Per attenuare questo problema, nel recepimento in Europa di Basilea 3 è stato introdotto, su proposta italiana, il cosiddetto PMI supporting factor, che riduce il peso per i prestiti alle PMI<sup>6</sup>. Inoltre, le banche hanno potuto far ricorso al sistema IRB (Internal Ratings Based) che, nella maggior parte dei casi, risulta in una riduzione del peso applicato per i prestiti alle imprese, ferma restando la ponderazione (tipicamente zero) per i titoli di Stato. Nonostante ciò, il divario nei risk weight tra titoli e prestiti resta molto ampio nella maggior parte dei casi.

Esiste perciò un incentivo regolamentare per le banche a comprare titoli di Stato invece che erogare prestiti alle imprese. Tale incentivo non è dovuto alla crisi del debito, iniziata nel 2011; era stato creato già prima. Il problema è stata la coincidenza nel timing tra l'entrata in vigore delle regole più stringenti (2013) e la situazione economica già difficile. Peraltro, molte banche sono state indotte ad anticipare gli sforzi per raggiungere i nuovi ratio già nel 2011 e 2012, in perfetta sovrapposizione con la crisi del debito. In altri termini, la prociclicità insita in Basilea 3 ha giocato al ribasso in questa fase, rendendo la crisi più difficile da risolvere.

---

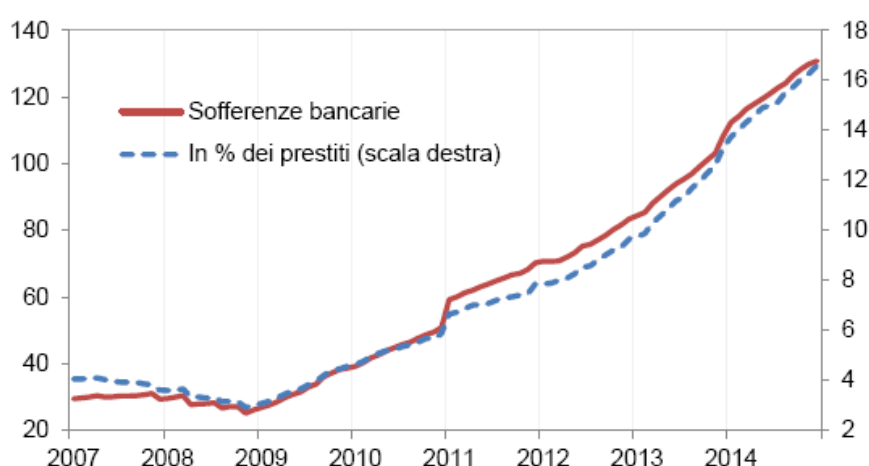
<sup>5</sup> In base a una national discretion, l'Autorità di vigilanza nazionale può consentire alle banche del Paese di utilizzare il peso zero per i titoli di stato emessi dal Paese stesso, anche in presenza di un rating più basso di quello minimo previsto da Basilea 3 (pari a AA-).

<sup>6</sup> Le esposizioni verso le imprese di minori dimensioni, quelle con fatturato fino a 50 milioni di euro, vengono ponderate dalle banche (per il calcolo del RWA) utilizzando un fattore correttivo pari allo 0,76, fino a un massimo di 1,5 milioni di euro di credito erogato. In tal modo, per i finanziamenti concessi alle PMI l'assorbimento di capitale bancario viene ridotto del 24% rispetto alle regole base di Basilea 3.

I titoli di Stato hanno sottratto spazio ai prestiti alle imprese, la cui quota sul totale passivo si è assottigliata di un ulteriore 0,5% nel 2014. Da fine 2011 i punti di quota persi dai prestiti alle imprese sono 2,4. Il credit crunch ha complessivamente ridotto lo stock di prestiti alle imprese di 105 miliardi in tre anni. È importante notare che i dati qualitativi di Banca d'Italia mostrano chiaramente che nel 2011, mentre si riduceva bruscamente la disponibilità delle banche a erogare prestiti alle imprese, la domanda di credito da parte delle aziende cresceva. Il risultato è stato che lo stock di prestiti erogati ha iniziato a ridursi dagli ultimi mesi del 2011. Dunque, un vero credit crunch. Ciò è stato uno dei principali motivi della recessione in Italia, iniziata nel terzo trimestre di quell'anno. Solo da inizio 2012, con una contrazione già profonda dell'economia, anche la domanda di prestiti ha iniziato a ridursi.

L'erogazione di credito alle imprese è stata altresì frenata dall'accresciuto rischio di credito, fenomeno che si può misurare sull'andamento delle sofferenze bancarie.

***Sofferenze bancarie in Italia (Imprese, miliardi di euro, dati mensili, stock di fine periodo a prezzi correnti)***



Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia

Le sofferenze sui prestiti alle imprese sono salite a 131 miliardi di euro a fine 2014, da 25 miliardi a fine 2008 (+424%). L'aumento delle sofferenze bancarie e la riduzione del totale dei prestiti alle imprese, hanno determinato un rapido e costante incremento della quota di credito deteriorato: 16,6% a fine 2014, da 2,9% a fine 2008. La crescita delle sofferenze sui prestiti alle famiglie è stata più contenuta (34 miliardi, da 9, pari al +277%).

La via maestra per fermare l'aumento delle sofferenze è quella della ripartenza dell'economia italiana. Storicamente, infatti, in Italia e altri Paesi si è avuta una correlazione inversa tra sofferenze e PIL: quando quest'ultimo cresce, lo stock di sofferenze prima frena e poi si riduce, di solito con qualche ritardo.

Il circolo vizioso stagnazione/recessione-sofferenze-credit crunch-stagnazione/recessione ostruisce tale via.

Gli effetti del credit crunch sull'economia reale, indagati da Banca d'Italia nel Working Paper "The real effects of credit crunch in the Great Recession: evidence from Italian provinces" – Febbraio 2016, sono riassumibili nelle seguenti considerazioni.

Lo studio osserva che la riduzione del credito guidata dall'offerta spiega per circa il 13% la contrazione del valore aggiunto reale osservata durante la crisi. Il ruolo dell'offerta di credito varia a seconda della dimensione d'impresa, dei settori economici, del grado di dipendenza finanziaria e conseguentemente a seconda delle aree geografiche. Specificamente, l'impatto è concentrato sulle piccole imprese e su quelle operanti nei settori manifatturiero e dei servizi.

L'impatto è più forte nelle provincie che dipendono più pesantemente da provviste finanziarie esterne.

#### **4.2. Concause di fallimento del mercato e/o di subottimalità degli investimenti: le debolezze dell'economia regionale**

Oltre all'accesso alle risorse, le piccole e medie imprese incontrano numerosi ulteriori ostacoli per il loro sviluppo, quali le prestazioni del sistema economico, le caratteristiche strutturali delle imprese stesse e le debolezze del mercato. Nello svolgimento del lavoro è stato quindi necessario prendere in esame questi elementi che impattano sulla competitività e che – conseguentemente – assumono rilievo in termini di prestazioni e sostenibilità degli strumenti finanziari che si vogliono attivare. Mentre per una trattazione più ampia delle evoluzioni del contesto e dei principali indicatori macroeconomici si rimanda alla lettura dell'Allegato I, vengono qui sintetizzati alcuni aspetti salienti che influenzano il mercato del credito, sia sul lato della domanda, in termini di propensione a investire, sia sul versante dell'offerta, quanto a propensione a concedere credito.

- La posizione di retroguardia che ricopre il Molise nel contesto italiano, sia per ciò che concerne il livello del reddito pro capite, sia per quanto riguarda la produttività del lavoro, che si attesta in Molise a valori inferiori rispetto alla media nazionale (Molise: 28,2 migliaia di Euro nel 2013- Italia pari a 33,4 migliaia di Euro nel 2013). Il Molise ricopre nel 2013 la 19° posizione tra le aree Italiane, seguito da Campania, Puglia e Calabria. Tale posizione, peraltro, si dimostra peggiorativa rispetto a quelle ricoperte dalla Regione negli anni precedenti (2012: 18° posizione; 2011: 16° posizione; 2009 e 2010: 16° posizione). Nel periodo 2011-2014 si assiste a variazioni negative, sia del PIL (2011:-1,5; 2012:-3,1; 2013:-1,3; 2014:1,0) che del valore aggiunto creato (2011:-1,6; 2012:-2,7; 2013:-1,0; 2014: +1,0): ciò testimonia il grado di sofferenza delle imprese regionali. I primi segnali di lieve ripresa si hanno nel 2014, segnali che sono confermati da *trend* positivi dei principali indicatori economici e finanziari delle imprese. Studi effettuati da Banca d'Italia riportano che nel 2014: a) la redditività operativa<sup>7</sup> delle imprese è salita al 4,7% (1,5% nel 2013), recuperando in parte il divario con il livello raggiunto prima della crisi (7,3%); b) il *leverage*<sup>8</sup> è passato dal 62,2% al 58,6%.
- La struttura per dimensione di impresa. In Molise si registra la presenza di una elevata quota di micro, piccole e medie imprese, il cui dimensionamento determina una forte polverizzazione aziendale: nel 2014 il 96,93% delle imprese occupa da 0 a 9 addetti; il 2,83% delle imprese ricade nella classe dimensionale 10-49 addetti e solo lo 0,23% delle imprese impegna un numero compreso tra 50 e 249 addetti<sup>9</sup>. Alla ridotta entità delle imprese si associano bassa dimensione economica, modeste capacità manageriali, debole struttura di rete, limitate capacità di investimento, scarsa propensione all'innovazione.
- La riduzione del numero delle imprese nel corso del periodo di crisi. Sebbene alcune caratterizzazioni del sistema imprenditoriale siano strutturali, dati riferibili ad anni recenti indicano un indebolimento in termini di numerosità imprenditoriale, con riferimento alla

---

<sup>7</sup> La redditività operativa è espressa dal rapporto tra: margine operativo lordo (MOL) e attivo.

<sup>8</sup> Il *leverage* è misurato dal rapporto tra: debiti finanziari e somma di debiti finanziari e patrimonio netto.

<sup>9</sup> Elaborazione dati da Fonte: I.stat: <http://dati.istat.it> – Imprese/ Struttura/Imprese e Risorse Umane

quale si passa da 21.334 imprese nel 2012 a 20.807 imprese nel 2014<sup>10</sup>. La frammentazione imprenditoriale e la scarsa presenza di una rete determinano, a loro volta, uno scarso potere contrattuale che si riflette nell'interlocuzione con potenziali finanziatori.

- La composizione del prodotto interno lordo regionale rispetto al contesto nazionale evidenzia un più elevato apporto di settori "tradizionali". L'analisi di lungo periodo mostra, infatti, un'evoluzione del peso delle branche di attività economica diversa per il Molise rispetto al resto dell'Italia. In particolare l'analisi del valore aggiunto a prezzi correnti mostra un aumento del peso del settore primario nella definizione del risultato totale dell'economia regionale: nel 2007 esso incideva per il 4,0%, nel 2014 il 5,1%. Rispetto al peso nazionale, nella regione il valore aggiunto prodotto dall'agricoltura incide più del doppio. Il settore dell'agricoltura fa registrare uno scostamento significativo rispetto al dato nazionale e si rileva che l'economia regionale riceve un contributo maggiore di quanto non avvenga nella media dell'Italia (5,1% rispetto al 2,2% dell'Italia), segno che l'economia molisana appare sensibilmente "sbilanciata" verso tale settore. Affinchè ciò si traduca in una "specializzazione intelligente" molto bisognerà fare in termini dimensionali e di produttività attraverso l'innovazione.
- L'esistenza di limitazioni allo sviluppo della capacità di innovazione. Il tessuto produttivo regionale presenta una scarsa propensione all'innovazione che, inevitabilmente, ne compromette la competitività sui mercati nazionali ed internazionali. Il *Regional Innovation Scoreboard* 2016 identifica il Molise come "*Moderate Innovator*". Ciò significa che la regione si pone nei livelli più bassi rispetto a capacità e propensione all'innovazione in Europa, anche se il *cluster* di appartenenza si configura come il più popolato (83 regioni europee, tra cui la gran parte delle regioni italiane). Le informazioni raccolte e consultabili nell'Allegato I testimoniano, infatti, una tendenza delle imprese molisane all'utilizzo di strumenti di tipo tradizionale e che virano velocemente all'obsolescenza per lo svolgimento delle principali funzioni produttive, organizzative e manageriali. Il tasso di natalità delle imprese in perimetri applicativi ad alta intensità di conoscenza<sup>11</sup> nel 2012 è pari all'8,92% in Molise – in lieve crescita rispetto al biennio precedente – a fronte del 9,14% per le Regioni in transizione e dell'8,42% per l'Italia. La scarsa propensione all'investimento in settori ad alto rischio tecnologico e/o in chiave innovativa delle imprese molisane è confermata dalle risultanze dell'analisi sulle determinanti della domanda di credito<sup>12</sup>. Emerge, infatti, che nel 2015 si sono accresciute soprattutto le domande di finanziamenti finalizzati al sostegno del capitale circolante e la richiesta di crediti diretti alla ristrutturazione di posizioni debitorie pregresse, mentre le richieste di prestiti per investimenti sono cresciute ancora ad un ritmo contenuto rispetto alle regioni del Nord Italia e del Centro.
- I livelli di esportazione e quindi i livelli di competitività del sistema imprese sono particolarmente modesti rispetto alla quota del PIL. La capacità di esportare della regione<sup>13</sup>, definita come valore delle esportazioni di merci sul PIL, indipendentemente dai

---

<sup>10</sup> Elaborazione dati da Fonte: Istat: <http://dati.istat.it> – Imprese/ Struttura/Imprese e Risorse Umane

<sup>11</sup> Imprese nate nell'anno t nei settori ad alta intensità di conoscenza in percentuale sul numero di imprese attive nell'anno t nei settori ad alta intensità di conoscenza.

<sup>12</sup> Fonte: *Regional Bank Lending Survey* (RBLS) condotto da Banca d'Italia sui principali intermediari presenti nella regione Molise in *Economie Regionali- L'economia del Molise*, Numero 14, Giugno 2016

<sup>13</sup> Fonte: Istat- Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo <http://www.istat.it/it/archivio/16777>.



segnali di ripresa rilevati in particolari settori, resta piuttosto contenuta, sia rispetto alla media delle regioni in Transizione, che rispetto alla media nazionale negli ultimi anni. Nel 2014 il valore regionale si attesta al 5,7% (-3,5 punti percentuali rispetto al 2007) a fronte di una media delle Regioni in Transizione pari al 17,0% (-1,1 punti percentuali rispetto al 2007) e di una capacità di esportazione nazionale pari al 24,7% (-2,1 punti percentuali rispetto al 2007)<sup>14</sup>. Un brusco crollo dell'indicatore a livello regionale si è avuto nel 2009, anno in cui la percentuale delle esportazioni di merci sul PIL in Molise è pari al 6,4%, a fronte del 9,6% dell'anno precedente. A partire dal 2009 si assiste ad una progressiva diminuzione fino al 2013 (5,4%) e ad una lieve crescita nel 2014. Il 2009 è l'anno in cui si segna una battuta d'arresto anche per le Regioni del Sud, per le Regioni in Transizione e per il Paese nel suo complesso (Regioni del Sud: 8,4% a fronte del 10,6% del 2008; Regioni in Transizione: 12,9% a fronte del 19,8% del 2008; Italia: 18,5% a fronte del 22,6% del 2008), tuttavia - a differenza che in Molise - in questi casi si sono avuti segnali di progressiva e costante ripresa del tasso già a partire dal 2010.

- Il mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione<sup>15</sup> si attesta nel 2015 al 14,3% (Italia: 11,9%; Regioni in transizione: 15,2%; Mezzogiorno: 19,4%)<sup>16</sup>. Sebbene si ravvisino dei deboli segnali di ripresa, il numero di persone in cerca di occupazione per la fascia di popolazione di riferimento appare ancora preoccupante, soprattutto perché nel 2015 si assiste ad una ulteriore progressione dell'incidenza della disoccupazione di lunga durata. Le persone in cerca di occupazione da oltre 12 mesi sono il 69,1% nel 2015, con un incremento di 2 punti percentuali (67,1%) rispetto all'anno precedente, di quasi 9 punti percentuali (60,4%) rispetto al 2013 e di circa 20 punti percentuali rispetto al 2007 (48,8%). Nella media del periodo 2013-2015, quasi un terzo dei disoccupati di lunga durata non aveva precedenti esperienze lavorative e più della metà aveva meno di 35 anni, la quota dei disoccupati in possesso di laurea (15,6%) era nettamente superiore a quella del Mezzogiorno e dell'Italia, riflettendo anche un elevato livello di scolarizzazione delle componenti più giovani della popolazione. La lettura dei tassi denota la difficoltà delle imprese ad impegnare personale da un lato e la perdita di competenze sul territorio, che la prolungata inattività tendenzialmente determina, dall'altro.
- Le rigidità del settore creditizio. Lo studio concernente gli impieghi di banche e casse depositi e prestiti ha messo in luce che il relativo ammontare al 30 giugno 2015, è di 3 miliardi e 788 milioni di euro in Molise e - dopo anni di continui cali - mostra un leggero miglioramento dello 0,6% rispetto allo stesso periodo del 2014. A livello provinciale si assiste ad un andamento diametralmente opposto: mentre nella provincia di Campobasso gli impieghi a distanza di un anno aumentano dell'1 % (+27 milioni di euro), nella provincia di Isernia il credito continua a diminuire facendo segnare al 30 giugno 2015 un calo dello 0,5% (-5 milioni di euro)<sup>17</sup>. Secondo quanto si apprende dalle elaborazioni di Banca d'Italia<sup>18</sup>, le condizioni di accesso al credito sono migliorate nel 2015 seguendo il *trend* già avviato nel corso del 2014, sia in termini di incremento delle disponibilità offerta, che di

---

<sup>14</sup> Fonte: Istat- Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo <http://www.istat.it/it/archivio/16777>

<sup>15</sup> Il tasso di disoccupazione è inteso come persone in cerca di occupazione in età 15 anni e oltre sulle forze di lavoro nella corrispondente classe di età.

<sup>16</sup> Fonte: Istat- Indicatori territoriali per le politiche di sviluppo.

<sup>17</sup> Fonte: Ufficio Studi e Ricerche Unioncamere Molise su dati Banca d'Italia.

<sup>18</sup> Economie Regionali- L'economia del Molise, Numero 14, Giugno 2016

riduzione dei tassi di interesse. Nello specifico l'offerta è risultata più vantaggiosa rispetto al periodo precedente per le imprese del comparto manifatturiero e per quelle dei servizi, mentre per le imprese di costruzioni (settore che ha mostrato particolari sofferenze a causa della crisi) i criteri di definizione dell'offerta si sono stabilizzati dopo una fase di forte irrigidimento. Per ciò che concerne nello specifico i comportamenti delle banche e degli intermediari finanziari in relazione alla valutazione del grado di rischio aziendale ai fini dell'accesso al credito, elaborazioni effettuate da Banca d'Italia su un campione di società di capitali con sede in Molise e per le quali è stato possibile consultare i *rating* attribuiti da *Cerved Group* e dalla Centrale dei rischi, indicano che nel 2015 sono cresciuti i prestiti ad imprese considerate non rischiose (1,9%), mentre sono diminuiti per le altre (-4,1%). E' allora opportuno qui richiamare che nel 2009 la Regione Molise ha istituito il Fondo unico anticrisi gestito da Finmolise S.p.a. con l'obiettivo di sostenere – anche in concorso con i Confidi – l'accesso al credito delle piccole e medie imprese in un periodo di tensione delle condizioni di offerta degli intermediari. Gli studi condotti da Banca d'Italia riferibili all'anno 2015 riportano che tra le garanzie personali è ulteriormente cresciuta la quota di garanzie collettive e pubbliche<sup>19</sup>: in particolare è aumentato il ricorso al Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese e alla Finanziaria regionale che – evidentemente – ha in qualche misura fronteggiato le carenze sistemiche del mercato del credito. Dallo stesso rapporto di Banca di Italia si evince che nel 2015 l'utilizzo di garanzie a supporto dei prestiti di banche e società finanziarie ha continuato a crescere: l'incidenza del valore delle garanzie sull'importo dei crediti alle imprese (grado di copertura) risulta pari al 68,3%, a fronte di quote pari al 68,8% nel Mezzogiorno e del 58,3% in Italia<sup>20</sup>.

Si evidenziano, a conclusione di queste brevi note e del lavoro di analisi che le ha precedute, che esistono criticità rilevanti che impattano sui comportamenti delle imprese e che – sebbene si sia avuta una lieve ripresa economica - permangono ancora importanti distanze rispetto alla media nazionale per alcuni significativi indicatori macroeconomici (es. produttività del lavoro, grado di innovazione, etc.) e per il conseguimento degli obiettivi fissati in Europa 2020. Tutto ciò in un contesto in cui, di fatto, non si è ancora propriamente e solidamente riavviato il ciclo economico dopo il lungo periodo di crisi.

#### **4.3. Esigenze di investimento: calcolo del gap di indebitamento**

Nel presente paragrafo si producono le risultanze dell'analisi quantitativa realizzata ed intesa ad accertare e dimensionare il “problema”<sup>21</sup> della sovracapitalizzazione delle imprese molisane in un futuro di medio periodo.

Questa fase del lavoro è stata condotta seguendo regole empiriche rinvenibili in letteratura concernenti taluni *ratios* di bilancio rilevanti, in riferimento ai quali si assumono *cluster* di imprese alternativamente caratterizzate da:

---

<sup>19</sup> Fonte: Elaborazioni Banca d'Italia su dati Centrale dei Rischi. Per il dettaglio, cfr. Allegato I.

<sup>20</sup> Fonte: Economie Regionali- L'economia del Molise, Numero 14, Giugno 2016

<sup>21</sup> E' di tutta evidenza come, più che di un problema, si tratti di un approccio subottimale all'utilizzo della leva finanziaria, laddove le potenzialità di ulteriore indebitamento non implementate ostacolano l'espansione dei profitti, in presenza di una redditività caratteristica superiore ai relativi oneri finanziari.

- a) imprese sovracapitalizzate o correttamente capitalizzate: rapporto Attivo/Capitale Proprio  $\leq 2$ , stressabile a  $\leq 2,5$  in ragione delle particolari condizioni assicurabili al servizio del debito mediante l'intervento pubblico – *cluster a*);
- b) imprese sottocapitalizzate: rapporto Attivo/Capitale Proprio  $> 2,5$  – *cluster b*).

Alle imprese del *cluster b*), come sopra definito, si aggiungono quelle che evidenziano un rapporto Attivo/Capitale Proprio pari a zero o negativo, per effetto di Capitale Proprio  $\leq 0$ .

Le imprese appartenenti al *cluster b*) non sono interessate dall'analisi; esse si trovano nella condizione di imprese sottocapitalizzate e, come tali, a dover fronteggiare l'importante problema inverso, quello dello squilibrio della propria struttura finanziaria, determinato da un *gap* di *equity*.

Ai fini della presente indagine, in un *trade-off* analiticità-complicazione, non si considerano a livello di dettaglio:

- l'eventuale impedimento all'utilizzo della leva finanziaria prodotto nel *cluster a*) da condizioni di cattiva distribuzione tra fonti a breve e fonti a medio-lungo termine, in correlazione con gli impieghi di capitale;
- l'eventuale impedimento all'utilizzo della leva finanziaria prodotto nel *cluster a*) da condizioni di eccessiva erosione della redditività della gestione caratteristica ad opera degli oneri finanziari, condizione che può produrre inadeguata remunerazione dei fattori produttivi e pressione sulle capacità di accumulazione per nuovi investimenti<sup>22</sup>.

Tali eventuali impedimenti sono considerati forfaitariamente, mediante un coefficiente di correzione prudenziale applicato alle risultanze dei calcoli effettuati.

Si espongono, di seguito, i capisaldi dell'approccio adottato.

- 1) Estrazione di un campione stratificato (un intorno del 5%) della totalità delle imprese regionali, secondo combinazioni rappresentative di settore di attività e classi di fatturato. Al fine di assicurare il requisito di rappresentatività, tale operazione è ripetuta per ciascuno degli anni di rilevazione (10 o almeno 8). Dal campione sono escluse le imprese agricole, non ammissibili all'intervento del FESR;
- 2) Calcolo dell'Attivo Fisso campionario nei 10 (almeno 8) anni;
- 3) Calcolo del *leverage* (rapporto Attivo Fisso/Capitale Proprio) per ciascuna impresa campionata;
- 4) *Clustering* delle imprese campionate per classe di *leverage* (*cluster a* – *cluster b*);
- 5) Taglio delle imprese sottocapitalizzate, con definizione dell'oggetto di analisi per ciascun anno. Tutte le scoperture determinate da condizioni di *leverage* maggiore di

---

<sup>22</sup> Anche in questo caso, esiste in letteratura un valore empirico, assegnato ad un indice di bilancio, in grado di collocare le imprese dentro il problema (o fuori da esso). Trattasi del rapporto tra Margine Operativo Lordo (MOL) e Oneri Finanziari (OF) che deve essere, in una situazione di sana e proficua gestione economico-finanziaria, non inferiore a 3.

zero e inferiore o pari a 2,5 configurano, in assenza di intervento pubblico, casi di fallimento del mercato nell'utilizzo ottimale dell'indebitamento da parte delle imprese campionate;

- 6) Calcolo del Totale Attivo per l'universo di riferimento in tutti gli anni di rilevazione, utilizzando l'incidenza precisa e non approssimata del campione sul totale;
- 7) Definizione di tre scenari per la proiezione dell'attivo fino al 2020 per l'universo di riferimento. Tali scenari saranno rispettivamente rispondenti a: (i) tendenza lineare sull'intera serie storica; (ii) tendenza lineare della sola serie storica riguardante il periodo successivo al manifestarsi della crisi economica; (iii) media dei valori rinvenienti dall'applicazione delle due tendenze sopra descritte;
- 8) Calcolo del *gap* di indebitamento per ciascun anno, sommando, per le imprese del *cluster* di sovracapitalizzazione, i valori assoluti necessari, quale indebitamento addizionale, a raggiungere il parametro 2,5 nel *leverage*. Determinazione dell'incidenza di questo valore sul totale attivo dell'intero campione. Calcolo di tre scenari previsionali per questa incidenza al 2020 (lineare, alto, basso). Tali scenari potranno essere definiti sulla base: (i) tendenza lineare sulla serie storica, come sopra calcolata, o su parti significative di essa; (ii) assunzione di valore minimo o valore massimo della serie storica; (iii) calcolo del valore medio tra quanto sub (i) e (ii);
- 9) Determinazione di 9 scenari di fabbisogno universale con tutte le combinazioni Attivo (cfr. precedente punto 7) – incidenza *gap* leva finanziaria su attivo (cfr. precedente punto 8). Questi 9 scenari sono legati ciascuno ad un diverso *gap* di leva finanziaria con un *range* presumibilmente piuttosto ampio. Successiva correzione degli scenari mediante coefficiente di correzione per eventuali impedimenti all'attivazione di ulteriore indebitamento (vedi sopra).

#### 4.3.1 Estrazione del campione stratificato (1)

In prima battuta si è provveduto ad estrarre un campione stratificato<sup>23</sup> dalla totalità delle imprese regionali, per una incidenza pari ad un intorno del 5%<sup>24</sup> di ciascuna classe di impresa individuata.

Il campione è stato costruito per estrazione casuale del 5% delle imprese classificate in 16 settori di attività<sup>25</sup>, incrociati con 3 classi di fatturato<sup>26</sup>, per un totale "teorico" di 48 strati. Il

---

<sup>23</sup> Dati forniti da CCIAA Unioncamere Molise

<sup>24</sup> L'indeterminatezza del campione in termini numerici è dovuta all'approssimazione necessaria a restituire numeri interi per ciascuna classe di impresa.

<sup>25</sup> 2) Attività manifatturiere; 3) Fornitura di energia; 4) Fornitura di acqua; 5) Costruzioni; 6) Commercio; 7) Trasporto; 8) Attività di servizi di alloggio e ristorazione; 9) Servizi di informazione; 10) Attività finanziarie e assicurative; 11) Attività immobiliari; 12) Attività professionali scientifiche e tecniche; 13) Noleggio e magazzinaggio; 14) Istruzione; 15) Sanità e assistenza sociale; 16) Attività artistiche; 17) Altre attività dei servizi. Il settore agricolo (primario), contrassegnato dal codice 1, non è preso in considerazione, in ragione della generale, scarsa attinenza con il FESR.

campione è stato estratto con tale modalità per 8 annualità contigue (2007-2014), considerando i bilanci 2014<sup>27</sup>.

La composizione del campione, per ciascun anno di riferimento, è esposta nell'Allegato III "Il calcolo del Gap di indebitamento – Dati campionari utilizzati". Tutte le imprese campionate sono corredate da dati di bilancio relativi a: a) settore di attività; b) classe di fatturato, c) totale attivo; d) capitale proprio, necessari, in varie aggregazioni, elaborazioni e proiezioni, ai fini di prosecuzione dell'analisi.

#### 4.3.2 Calcolo dell'attivo fisso campionario negli 8 anni (2)

La tabella che segue mostra i risultati della suddetta operazione.

**Tabella 4.3.2.a - Totale attivo fisso campionario**

Esercizio	TOTALE (€)
2007	452.060.627
2008	197.675.989
2009	293.666.622
2010	223.519.569
2011	187.002.107
2012	190.666.239
2013	197.547.527
2014	217.045.896

#### 4.3.3 Calcolo del *leverage* (Rapporto Attivo Fisso/Capitale Proprio) per ciascuna impresa campionata, *clustering* e definizione dell'oggetto di analisi per ciascun anno (3-4-5)

L'esito delle operazioni di cui trattasi è esposto, per singola impresa, nell'Allegato III "Calcolo del Gap di indebitamento – Dati campionari utilizzati".

Di seguito, per il *cluster a)* è riportata, in relazione a ciascun anno di riferimento, la quantificazione del gap di indebitamento campionario tale da collocare sul livello massimo accettabile (2,5) il rapporto Attivo-Capitale proprio.

**Tabella 4.3.3.a – Gap di indebitamento campionario**

Anno	Totale attivo cluster a)	Capitale proprio	Capitale di terzi	Gap di indebitamento o cluster a) <sup>28</sup>
	=			
	Totale passivo a pareggio			

<sup>26</sup> Da 0 a 2 Meuro; da 2 a 10 Meuro; da 10 a 50 Meuro. Non sono considerate imprese con fatturato superiore a quest'ultima soglia massima.

<sup>27</sup> L'estrazione è stata ripetuta per ogni anno per: 1) salvaguardare la rappresentatività del campione; 2) internalizzare nell'analisi gli effetti della nati-mortalità imprenditoriale.

Anno	Totale attivo cluster a) = Totale passivo a pareggio	Capitale proprio	Capitale di terzi	Gap di indebitamento o cluster a) <sup>28</sup>
2007	25.764.682,00	13.942.109,00	11.822.573,00	9.090.591
2008	35.135.776,00	19.821.287,00	15.314.489,00	14.417.442
2009	160.175.892,00	89.668.391,00	70.507.501,00	63.995.086
2010	47.418.796,00	24.716.340,00	22.702.456,00	14.372.054
2011	21.142.380,00	10.569.808,00	10.572.572,00	5.282.140
2012	114.521.565,00	87.571.352,00	26.950.213,00	104.406.815
2013	47.995.215,00	23.153.368,00	24.841.847,00	9.888.205
2014	62.519.076,00	36.057.320,00	26.461.756,00	27.624.224

**Tabella 4.3.3.b – Incidenza del gap di indebitamento sull’Attivo campionario “virtuale” (somma di attivo campionario e gap di indebitamento)<sup>29</sup>**

Anno	totale attivo/passivo	totale attivo/passivo virtuale	incidenza % gap/passivo virtuale
2007	452.060.627,00	461.151.217,50	1,971282%
2008	197.675.989,00	212.093.430,50	6,797684%
2009	293.666.622,00	357.661.707,50	17,892630%
2010	246.305.688,00	260.677.742,00	5,513341%
2011	178.525.158,00	183.807.298,00	2,873738%
2012	190.666.239,00	295.073.054,00	35,383378%
2013	197.547.527,00	207.435.732,00	4,766876%
2014	246.090.661,00	273.714.885,00	10,092335%

#### 4.3.4 Calcolo del totale attivo dell’universo di riferimento (6)

Tale operazione mira a ricostituire il primo rilevante dato complessivo di sistema (tutte le imprese molisane obbligate alla presentazione del bilancio) necessario a “scalare” su base complessiva le risultanze dei rapporti sussistenti tra le grandezze campionarie.

Al fine di compiere la suddetta operazione con riferimento al capitale proprio, si è proceduto a dividere l’attivo campionario di cui al precedente punto 2 (par. 4.3.2) per l’incidenza esatta del campione sull’universo di riferimento in ciascun anno di rilevazione.

Il risultato è riportato di seguito.

<sup>28</sup> Il gap di indebitamento campionario è pari al 150% del capitale proprio da cui è dedotto il Capitale di terzi.

<sup>29</sup> Il gap di indebitamento è calcolato ad invarianza di Capitale proprio. Si assume, in altri termini, quale contropartita finanziaria possibile - in quanto non pregiudica l’equilibrio della struttura finanziaria delle imprese del cluster - di nuovi investimenti. Occorre tenerne conto nell’effettuazione dei calcoli al fine di non sovrastimare, a questo stadio dell’analisi, l’incidenza del gap.

**Tabella 4.3.4.a - Stima del totale attivo fisso universale**

Esercizio	Totale attivo fisso universale (€)
2007	8.971.348.624,92
2008	4.014.170.367,53
2009	5.894.476.436,78
2010	4.453.458.079,32
2011	3.712.541.830,15
2012	3.787.073.631,15
2013	3.723.430.284,77
2014	3.985.203.812,67

#### 4.3.5 Scenari di proiezione dell'Attivo per l'universo di riferimento al 2020 (7)

Per la costruzione degli scenari di proiezione dell'Attivo universale al 2020, si utilizzano le seguenti ipotesi alternative:

- Tendenza lineare della serie storica 2007-2014 sopra stimata al precedente punto 6 (par. 4.3.4);
- Tendenza lineare della serie 2011- 2014 sopra stimata al precedente punto 6 (par. 4.3.4);
- Valore intermedio tra quelli rinvenuti al 2020 dall'applicazione delle due soprarichiamate tendenze lineari.

Il primo scenario risulta comprensibilmente negativo, in quanto sconta un andamento tendenzialmente discendente dell'attivo dagli anni pre-crisi agli anni più recenti; da questo punto di vista, l'applicazione concreta dell'approccio metodologico ha imposto il "taglio" del primo valore manifestamente "estraneo" al sistema, perché non suffragato da uguali ordini di grandezza precedenti (assenza di rilevazione), né successivi. Tale operazione ha, nei fatti, attenuato la pendenza discendente della retta di interpolazione lineare e quindi condotto a valori di stima più "miti", in termini di perdita di Attivo universale.

Il secondo scenario è, per quanto appena affermato ed in considerazione della equidistanza del terzo dai due, lo scenario positivo. Non considerando gli anni pre-crisi o comunque quelli che, secondo l'esito dell'indagine campionaria, non hanno risentito della crisi, sotto il profilo dell'Attivo contabilizzato dalle imprese, esso procede alle stime, secondo una tendenza che, internalizzando il *downgrading* del sistema produttivo, elimina gli effetti sulla tendenza stessa di un periodo temporalmente non lontano, ma economicamente non più attuale.

I due scenari descritti sono rispettivamente rappresentati dai seguenti valori stimati.

**Tabella 4.3.5.a - Stima attivo fisso dell'universo di riferimento: scenario negativo e scenario positivo**

Esercizio	Scenario negativo (stima attivo fisso universale con tendenza lineare a 7 anni)	Scenario positivo (stima attivo fisso dell'universo con tendenza lineare a 4 anni (con eliminazione delle annualità di crollo del dato in ragione della crisi)
2015	3.496.425.432,22	3.990.648.039,98
2016	3.314.447.703,05	4.066.082.300,09
2017	3.132.469.973,88	4.141.516.560,21
2018	2.950.492.244,71	4.216.950.820,33

<b>2019</b>	2.768.514.515,54	4.292.385.080,44
<b>2020</b>	2.586.536.786,37	4.367.819.340,56

Scenario intermedio (valore stimato al 2020 pari al valore medio tra il valore stimato al 2020 in ipotesi di scenario negativo ed il valore stimato al 2020 in ipotesi di scenario positivo): € 3.477.178.063,46

#### **4.3.6 Incidenza del gap di indebitamento sull'Attivo fisso: definizione di tre scenari previsionali al 2020. (8)**

A questo punto è necessario procedere, seguendo l'approccio metodologico adottato, alla determinazione di tre scenari ipotetici alternativi riguardanti la stima della suddetta incidenza al 2020.

Anche in questo caso si assume, quale andamento "guida" quello determinato dalla tendenza lineare della serie di riferimento. Analogamente a quanto già effettuato in precedenza e per le stesse motivazioni, si provvede ad eliminare dalla serie l'anno 2007.

L'operazione conduce al seguente risultato:

**Tabella 4.3.6.a - Stima incidenza al 2020**

<b>Esercizio</b>	<b>Scenario con tendenza lineare a 7 anni</b>
<b>2015</b>	13,83%
<b>2016</b>	14,31%
<b>2017</b>	14,80%
<b>2018</b>	15,28%
<b>2019</b>	15,76%
<b>2020</b>	16,24%

La tendenza mostra valori decisamente in crescita, ossia uno scenario problematico (rispetto alla dimensione di ciò che è stato definito come "problema") in cui l'incidenza del *gap* di indebitamento sull'Attivo è tendenzialmente, per ogni anno successivo, sempre maggiore.

Tale tendenza consiglia di assumere, quale contraltare, lo scenario opposto (per il dimensionamento di ciò che è stato definito come "problema") identificato, secondo quanto preannunciato dalla metodologia, ipotizzando che al 2020 possa replicarsi la minima incidenza registrata nella serie storica, pari a 2,87 %, riscontrata per l'esercizio 2011.

Il terzo scenario, dato dal valore della media semplice dei due (massimo e minimo), è definito da un'incidenza stimata al 2020, pari a 9,56%.

#### **4.3.7 Scenari di fabbisogno per l'universo di riferimento (9)**

Proiettando le ipotetiche percentuali di incidenza del *gap* di indebitamento sull'attivo campionario al 2020 (cfr. precedente punto 8) sugli scenari di attivo dell'universo delle imprese allo stesso anno (cfr. precedente punto 7), si ottiene una matrice a doppia entrata a tre righe e tre colonne contenente 9 ipotesi alternative di "fabbisogno di indebitamento" per



l'universo di riferimento, aggiuntivo nella misura tale da azzerare al 2020 il *gap* di *indebitamento*, per tutte le imprese sovracapitalizzate regionali (tra le sole obbligate alla presentazione del bilancio).

In tale *output* intermedio, si ravvisa il primo importante settaggio del problema: esiste nel sistema produttivo regionale una sovracapitalizzazione delle imprese e dunque una subottimale allocazione delle risorse finanziarie (fallimento del mercato).

Il suddetto problema è dimensionato nella misura che segue.

**Tabella 4.3.7.a - Gap di indebitamento dell'universo di riferimento: scenari di stima al 2020**

Scenari di stima dell'attivo universale al 2020	Scenari di incidenza al 2020 (cfr. punto 8)		
	Min 7 anni	Medio	Lineare a 7 anni (Max)
<b>Tendenza lineare a 7 anni</b>	74.233.605,77	247.181.587,09	420.129.568,40
<b>Medio</b>	99.795.010,42	332.295.444,95	564.795.879,48
<b>Tendenza lineare a 4 anni</b>	125.356.415,07	417.409.302,82	709.462.190,56

Il macro-problema è quindi dimensionato, al 2020, in un *range* compreso tra 74 Meuro e 709 Meuro. Come detto, si assume, però, un correttore prudenziale, pari al 50%, per tutte le grandezze indicate, in ragione dell'incidenza delle imprese che vedrebbero compromesso, in ragione del nuovo indebitamento il proprio rapporto MOL/OF (Margine operativo lordo/Oneri finanziari). In relazione ai dati tratti dal Rapporto "Economie regionali - L'economia del Molise - Giugno 2018", in cui si evidenzia, tra le altre, la sequenza quantitativa assunta dal rapporto Oneri finanziari / Margine operativo lordo in: 29,1 - 34,7 - 33,8 - 28,5 - 35,8 - 42,7 - 101,5 - 36,3 - 19,2 - 19,2 per gli anni dal 2007 al 2016, si ritiene che tale correttore sia assunto in misura sufficientemente ampia da elidere anche l'effetto della parametrizzazione percentuale del gap all'Attivo-Passivo a pareggio virtuale e della sua applicazione alle proiezioni effettuate sull'Attivo reale. La media semplice del rapporto inverso (MOL/OF) risulta infatti pari negli otto anni presi a riferimento per il calcolo a 2,7 distante soltanto per l'11% circa dal rapporto necessario, pari a 3.

**Tabella 4.3.7.b - Gap di indebitamento dell'universo di riferimento: scenari di stima corretti al 2020**

Scenari di stima dell'attivo universale al 2020	Scenari di incidenza al 2020 (cfr. punto 8)		
	Min 7 anni	Medio	Lineare a 7 anni (Max)
<b>Tendenza lineare a 7 anni</b>	37.116.802,88	123.590.793,54	210.064.784,20
<b>Medio</b>	49.897.505,21	166.147.722,48	282.397.939,74
<b>Tendenza lineare a 4 anni</b>	62.678.207,54	208.704.651,41	354.731.095,28

A seguito dell'applicazione del correttore, il "problema" sarebbe dimensionato in un valore compreso tra 37 e 355 Meuro, con verosimile collocazione in un intorno dello scenario intermedio, pari a 166 Meuro. E' pertanto avvalorato, fino a concorrenza di tale traguardo, un intervento pubblico, in sostituzione del mercato.

## 4.4 Quadro di sintesi e indicazioni

Riportando quanto emerso dall'analisi nella Tabella 4.4.a si comprende come questi possano giustificare la strutturazione di una politica pubblica e stimolarne l'implementazione, al fine di sostenere l'ampliamento dei finanziamenti in favore delle imprese.

Tabella 4.4.a Quadro di sintesi e indicazioni

<b>Grappolo di elementi rilevanti che fanno propendere per la necessità di investimenti accessori (ANAMNESI)</b>	<b>Presunte cause di fallimento del mercato (DIAGNOSI)</b>	<b>Indicazioni per l'istituzione di strumenti finanziari</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Flessione negativa del PIL e del valore aggiunto creato nel periodo 2011-2014</li> <li>• Contributo marginale dell'economia molisana alla produzione di ricchezza del Paese (0,4%)</li> <li>• Progressiva diminuzione del peso dell'industria in termini di valore aggiunto creato</li> <li>• Sbilanciamento dell'economia verso il settore dell'agricoltura, il cui valore aggiunto incide più del doppio, rispetto alla media delle altre regioni.</li> <li>• Contributo marginale dell'economia molisana all'<i>export</i>, sia verso i Paesi UE che extra UE</li> <li>• Scarsa propensione all'investimento in settori ad alto rischio tecnologico e in innovazione</li> </ul>	<p>La presenza di un gap di indebitamento presso una quota rilevante di imprese caratterizzate da struttura finanziaria equilibrata e da redditività remunerativa crea una sacca di sub-ottimalità la cui mancata copertura da parte del mercato può essere riferita, verosimilmente a:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Credit crunch sul versante dell'offerta;</li> <li>• Bassa propensione all'innovazione sul versante della domanda.</li> </ul>	<p>L'istituzione di strumenti finanziari può impattare entrambi:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Riducendo il ricorso al sistema bancario e abbattendone, al contempo, il rischio;</li> <li>2. Migliorando il costo di servizio del debito, promuovendone un favorevole ammortamento e costituendo provvista finanziaria per il cofinanziamento privato previsto per talune tipologie di operazioni</li> </ol>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Contrazione del credito erogato alle imprese molisane negli anni più recenti, con lieve ripresa a partire dal 2015;</li> <li>• Nel 2015 sono cresciuti i prestiti ad imprese considerate non rischiose (-1,9%), mentre sono diminuiti per le altre (-4,1%).</li> <li>• La quota di prestiti garantiti è sostanzialmente stabile nel corso dell'ultimo triennio, ma nel caso del Molise tali quote si pongono al di sopra dei livelli con un progressivo allargamento della forbice: da una situazione rilevata nel 2013, in cui lo scostamento rispetto al dato nazionale è di circa 6 punti percentuali nazionali (Molise: 75,9%; Italia: 69,3%), si passa infatti</li> </ul>		

<b>Grappolo di elementi rilevanti che fanno propendere per la necessità di investimenti accessori (ANAMNESI)</b>	<b>Presunte cause di fallimento del mercato (DIAGNOSI)</b>	<b>Indicazioni per l'istituzione di strumenti finanziari</b>
<p>ad una realtà in cui la distanza è di quasi 8 punti percentuali nel 2015 nazionali (Molise: 76,2%; Italia: 68,1%)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• I dati relativi all'anno 2015 evidenziano un valore medio regionale elevato nel rapporto tra sofferenze e impieghi bancari (16,8%) rispetto alla media nazionale (9,8%) e alle altre regioni del Mezzogiorno (14,3%)</li> </ul>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sistema imprenditoriale frammentato e destrutturato, costituito per lo più da micro, piccole e medie imprese;</li> <li>• Il peso percentuale di società complesse, intese come società di capitale, (18,4%) resta inferiore rispetto al resto del meridione (21,3%) e al resto d'Italia (25,2%);</li> <li>• Elevati livelli del tasso di disoccupazione, per cui si rileva un significativo peggioramento rispetto al periodo pre-crisi</li> </ul>	<p>Il sistema imprenditoriale appare particolarmente fragile, con scarsa o assente capacità di fare rete e di assumere potere contrattuale nell'interlocuzione con gli altri attori del sistema (tra cui potenziali finanziatori) che potrebbero favorirne la crescita e l'incremento di competitività. Ciò lascia presumere la presenza diffusa di asimmetrie informative (monitoraggio delle <i>performance</i> e sistema delle conoscenze) e di disomogeneità di interessi.</p>	<p>L'istituzione di strumenti finanziari può affiancare l'interesse del sistema creditizio con l'interesse pubblico di contrastare il nanismo imprenditoriale prevalente. La conduzione dello strumento da parte di una società in house può colmare, almeno in parte, le asimmetrie informative.</p>

Nel quadro elaborato, la direzione del nesso causa – effetto assunta è quella secondo la quale la debolezza del contesto e la fragilità di un sistema produttivo fortemente destrutturato generano un fallimento del mercato e determinano, unitamente alle motivazioni esogene del credit crunch, una condizione di utilizzo subottimale dell'indebitamento e della leva finanziaria da parte delle imprese; a ciò si aggiungono le rigidità del mercato sul versante dell'entità degli oneri finanziari, di una tendenza a privilegiare il credito a breve-medio termine e di una bassa propensione ad investire in innovazione, che determinano, a loro volta, un utilizzo subottimale dell'indebitamento e della leva finanziaria.

Vale la pena aggiungere, come peraltro si evince anche dalle conclusioni dello studio Banca d'Italia riguardante l'impatto della stretta creditizia sull'economia reale, che gli elementi di debolezza sopra esposti sono verosimilmente collegati, in varia misura, alla sovracapitalizzazione del sistema imprenditoriale, ma non in via esclusiva. In altri termini, un intervento pubblico per il migliore utilizzo della leva finanziaria da parte del sistema delle imprese potrà alleviare, ma, con ogni probabilità, non eliminare i suddetti elementi di debolezza.

Ciò premesso e, quale conclusione di questo stadio dell'analisi, appare non azzardato affermare che esistono nel sistema produttivo molisano elementi di debolezza in varia misura riconducibili, quale concausa, ad un problema di sovracapitalizzazione e ad un intervento sottodimensionato del mercato dei capitali di debito, che indicano come corretta la scelta di istituire strumenti finanziari di contrasto.

## **5. IL VALORE AGGIUNTO DELLO STRUMENTO FINANZIARIO**

### **5.1. Valutazione del valore aggiunto: aspetti qualitativi**

In questo paragrafo si intende realizzare una valutazione del valore aggiunto che l'attivazione di strumenti finanziari può determinare in fase di attuazione del POR 2014-2020.

Il lavoro di ricerca e approfondimento esposto nei precedenti capitoli evidenzia la presenza di un contesto socio-economico fragile, in cui si colloca un sistema produttivo ed imprenditoriale indebolito dagli effetti della crisi. Esiste una importante opportunità di leva finanziaria in un cluster di imprese che presentano una certa sovracapitalizzazione (leverage inferiore a 2,5). Ciò comporta la presenza di margini di indebitamento non soddisfatti dal mercato e, quindi, una subottimalità nell'utilizzo del credito.

Il credit crunch di origine "sovraregionale", unitamente alle asimmetrie informative e al disallineamento degli interessi tra le parti compongono uno scenario di ritrosia ad effettuare operazioni di finanziamento, soprattutto in settori differenti da quelli tradizionali per cui i tempi di attesa per il ritorno dei capitali possono essere maggiori. La scarsa propensione all'investimento in ricerca e innovazione è sicuramente anche il frutto di condizioni di investimento sub-ottimali in quest'area e di fallimenti del mercato, peraltro riscontrati in tutte le Regioni del Mezzogiorno d'Italia.

Se si considera che – sulla base di quanto previsto nei regolamenti<sup>30</sup> – si può prevedere la combinazione di aiuti con diverso grado di intensità di intervento, si comprende che il programmatore ha innanzi a sé una vasta gamma di possibilità. Nella scelta appare necessario orientarsi verso quelle soluzioni che, da un lato, prefigurino maggiori benefici e dall'altro, abbiano una concreta possibilità di attuazione.

L'attivazione di uno strumento rotativo in linea di principio favorisce risparmi o rientri che possono essere riutilizzati per soddisfare le esigenze di un più ampio bacino di destinatari rispetto a ciò che si avrebbe con l'attivazione di uno strumento a fondo perduto. Uno studio di valutazione basato sul metodo "controfattuale", commissionato dalla DG Regio e condotto in Italia, ha dimostrato come gli interventi agevolativi basati su strumenti finanziari presentino un costo per ogni unità aggiuntiva di lavoro impiegata nelle imprese beneficiarie pari a circa la metà rispetto alle agevolazioni erogate tramite sovvenzione diretta. Un vantaggio analogo per gli interventi rimborsabili si evidenzia anche considerando il costo aggiuntivo di ogni euro di incremento delle vendite (Bodonio e Martini, 2012).

L'uso più efficiente delle risorse pubbliche che deriva da una migliore allocazione delle stesse, genera: a) maggiori impatti sul territorio in termini di crescita economica e di consolidamento del sistema produttivo; b) rafforzamento di settori ad alto contenuto tecnologico e/o in segmenti di mercato strategici; c) incremento del tasso di natalità delle imprese con potenziali impatti sul PIL; d) incremento del tasso di occupazione; e) potenziale incremento dell'*export* in particolari settori a domanda mondiale dinamica.

---

<sup>30</sup> Come previsto dal par. 9 dell'art.37 del reg. (UE) n. 1303/2013, infatti, la combinazione del sostegno fornito attraverso sovvenzioni e strumenti finanziari di cui ai paragrafi 7 e 8 può, alle condizioni di cui alle norme dell'Unione applicabili in materia di aiuti di Stato, riguardare la stessa voce di spesa purché la somma di tutte le forme di sostegno combinate non superi l'importo totale della voce di spesa considerata. Le sovvenzioni non sono usate per rimborsare sostegni ricevuti da strumenti finanziari. Gli strumenti finanziari non sono usati per prefinanziare sovvenzioni.

Se, da un lato, in linea teorica, l'utilizzo di strumenti finanziari favorirebbe la rotazione delle limitate risorse disponibili, d'altro canto, necessitano di essere considerati i maggiori ostacoli di attivazione rispetto al fondo perduto, per le più elevate difficoltà a stimolare la partecipazione dei potenziali *target*.

Si potrebbero quindi presentare rallentamenti che impatterebbero negativamente sui benefici potenzialmente derivanti dalla rotazione delle risorse stesse in relazione al conseguimento degli obiettivi prefissati.

Sussistono pertanto elementi di incertezza circa gli effetti che l'utilizzo di strumenti finanziari può determinare in termini di propensione all'investimento in un contesto di fragilità del sistema imprenditoriale particolarmente marcata. Di converso, le strutture finanziarie che potrebbero mostrare reticenze nell'impegno verso interventi e mercati particolarmente rischiosi, potrebbero essere incoraggiate in ragione di una condivisione del rischio con risorse pubbliche.

L'eventuale affidamento della gestione dello strumento finanziario a società *in house* della Regione Molise consentirebbe un più equo dialogo con gli attori del sistema e la costruzione di un prodotto maggiormente *tailor made*, rispondente ai bisogni delle imprese, commisurato alle capacità di sostegno della Regione (sia sotto il profilo economico-finanziario che in termini di assistenza) e in grado di recepire le esigenze del sistema bancario. La profonda conoscenza della realtà locale da parte di una società *in house* e un'interlocuzione con i diversi attori da una posizione "privilegiata" potrebbero favorire l'attenuarsi di quelle asimmetrie informative che sono state ipotizzate quali concause del fallimento del mercato e gettare, al contempo, le basi per un percorso di apertura verso nuovi investimenti e più innovative forme di sostegno.

Il maggior volume di investimenti determinato dall'uso dello strumento rotativo sarebbe di particolare importanza per progetti/settori in cui si riscontra la presenza di un alto rischio tecnologico e/o investimenti in ricerca e innovazione che si vogliono promuovere attraverso il POR e attraverso la Strategia di Specializzazione Intelligente adottata. La realizzazione di un più ampio numero di progetti di questo tipo potrebbe essere funzionale all'attivazione di prodotti/processi innovativi e in grado di elevare il grado di competitività del tessuto produttivo locale.

A livello regionale appare peraltro urgente la necessità di superamento di una sorta di "nanismo" imprenditoriale caratterizzante. Sarà più che mai opportuno nel caso del Molise che il soggetto pubblico miri ad irrobustire le imprese presenti sul territorio in termini di dimensione economica e capacità di assorbimento occupazionale, incoraggiando investimenti che consentano lo sbocco verso nuovi mercati con capacità di fare massa critica. In questo senso il buon funzionamento del mercato del credito e il consolidamento del rapporto tra sistema produttivo e sistema finanziario costituiscono un fulcro centrale in virtù del quale potranno essere implementate le più valide strategie imprenditoriali. L'attivazione di strumenti di ingegneria finanziaria in un contesto economico particolarmente debole presenta quindi importanti elementi di rischio, ma appare precipuamente un volano da non trascurare.

Altro fattore che il valutatore è chiamato a considerare, e che peraltro è stato già oggetto di riflessione in fase di programmazione, è il raffronto tra l'utilizzo di strumenti tradizionali come la concessione di sovvenzioni a fondo perduto e l'utilizzo di un fondo rotativo. Il secondo, a differenza del primo, impone un maggiore grado di responsabilizzazione dei destinatari finali che sono obbligati a restituire le risorse e che quindi punteranno su progetti qualitativamente più validi, con maggior sostenibilità finanziaria e quindi più capaci di generare effetti positivi per il territorio.

## 5.2. Valutazione del valore aggiunto: aspetti quantitativi

Al fine di effettuare una valutazione del potenziale valore aggiunto creato dall'attivazione di strumenti finanziari sotto il profilo quantitativo, il valutatore ha confrontato scenari diversi. Partendo da un primo scenario, in cui si ipotizza un sostegno attraverso l'utilizzo della sola sovvenzione a fondo perduto, si è poi proceduto alla definizione di situazioni differenti in cui si ipotizza la combinazione di più forme/modalità di erogazione del sostegno.

- 1) Scenario 1. In questo caso si ipotizza che il sostegno fornito sia nella forma della **sovvenzione diretta a fondo perduto**, con una copertura media dei costi di investimento pari al 50%.
- 2) Scenario 2. Nella seconda ipotesi si prevede l'erogazione di un aiuto nella modalità di sovvenzione diretta a fondo perduto per una quota pari al 45% dell'investimento (spese ammissibili), a cui è combinato un prestito attraverso il sistema bancario, da garantire con un Fondo di Garanzia. Il supporto pubblico in tal caso potrebbe sostenere, sia la creazione del fondo e l'eventuale copertura delle commissioni, sia parte o integrale copertura degli interessi sul prestito, nel qual caso dovrebbe crearsi una sezione "non rotativa" per abbuoni di interesse. Questo scenario prevede, inoltre, un apporto di capitali propri del beneficiario in misura pari al 10% ed una quota di sostegno pubblico complessiva pari – massimo al al 50%.
- 3) Scenario 3. Nella terza ipotesi si prevede l'erogazione di un prestito agevolato fornito da un Fondo di credito pari al 90% della dotazione finanziaria disponibile. Si assume in questo caso che il Fondo di Credito condivida il rischio nella misura del 50% con banche che partecipano a ciascuna operazione nella misura del 50%. Si prevede, inoltre, che la quota privata del finanziamento sia garantita per il 50% con garanzia rilasciata dal Fondo di Garanzia istituito nell'ambito del POR 2007-2013. Si ipotizza, anche in questo caso, che il beneficiario partecipi con mezzi propri al 10% dell'investimento (spese ammissibili).
- 4) Scenario 4. Nella quarta ipotesi si prevede l'erogazione di un prestito agevolato fornito da un Fondo di credito pari al 45% dell'investimento (spesa ammissibile) e un intervento paritetico (ulteriore 45%) del sistema bancario mediante concessioni di prestiti a tassi di mercato. Si prevede, inoltre, che la quota bancaria del finanziamento sia garantita - con moltiplicatore 5 - da garanzia rilasciata dal Fondo di Garanzia. Si ipotizza, anche in questo caso, che il beneficiario partecipi con mezzi propri al 10% dell'investimento (spese ammissibili).

Lo scenario che appare più appropriato alla realtà molisana è il quarto, in cui si prevede una parte residuale di partecipazione all'investimento con apporto di mezzi propri da parte dell'impresa, funzionale ad evitare il "*moral hazard*" e consolidare il grado di responsabilizzazione del proponente. L'AdG valuterà l'istituzione di una quota, pari al 10% dell'investimento (spesa ammissibile), da sostenere attraverso sovvenzione diretta a fondo perduto; tale scelta favorirebbe un incremento della propensione dell'impresa ad investire e – in considerazione della ritrosia riscontrata in tal senso nel contesto molisano, nonché delle oggettive difficoltà incontrate dalle imprese e di cui si è ampiamente trattato nei capitoli precedenti – un'azione della Regione in tal senso sarebbe auspicabile.

L'effetto leva collegato a tale soluzione, che prevede quindi la combinazione di diverse modalità di sostegno all'investimento, risulta di interesse. In linea teorica tale soluzione determina l'attivazione di risorse private in misura quasi paritetica al valore delle risorse pubbliche impiegate; ciò duplica all'incirca le risorse disponibili per il sistema

imprenditoriale. Considerando, inoltre, che la combinazione individuata, prevede l'introduzione di un parziale abbattimento degli interessi sul credito complessivamente attinto, l'attivazione di una misura di questo tipo mostra un elevato grado di attrattività, arginando conseguentemente il rischio di non impegnare le risorse del Programma.

Le considerazioni espresse nel presente capitolo, unitamente a quelle che permeano i differenti punti di osservazione dell'intero documento, potranno determinare un *fine tuning* della soluzione consigliata nei ragionamenti dedicati alla codifica della strategia di intervento.

## 6. LA DISPONIBILITÀ DI RISORSE PUBBLICHE E PRIVATE

Come già anticipato nel corso della presente trattazione, uno dei fattori che conduce a considerare l'attivazione di strumenti di ingegneria finanziaria come preferenziale rispetto ad altre forme di sostegno è la capacità degli stessi di attrarre ulteriori risorse, sia pubbliche che private e quindi di generare un effetto moltiplicatore che consente una maggiore sostenibilità del supporto offerto con risorse pubbliche, un maggior numero di investimenti e quindi un più importante impatto sull'economia del territorio.

L'Autorità di gestione dispone, all'interno delle Priorità di investimento 1b) e 3c) di circa 7 meuro di risorse non ancora opzionate da procedure di attuazione attivate. Qualora decidesse di impegnarle in tutto o in parte nella dotazione dello strumento finanziario, a prescindere dall'effetto rotativo in ciascun caso generato dalla combinazione delle differenti forme di sostegno, con riferimento a ciascuno dei quattro scenari descritti al precedente paragrafo 5.2, a livello di destinatario finale potrebbe essere assicurato il seguente ammontare di risorse.

1. *Scenario 1.* In questo caso, l'opzione estrema, contraddistinta dalla totalità delle risorse pubbliche assegnate in forma di sovvenzione diretta a fondo perduto, non genera alcun moltiplicatore e lascia coincidere l'ammontare complessivo di risorse a livello di destinatario finale con il plafond disponibile, pari a 7 meuro. La misura, peraltro, non produce alcun effetto rotativo. L'effetto leva sulle risorse private è quello generato dal "complemento a 1" del massimale di aiuto mediamente concesso, ipotizzato pari al 50%. Il totale complessivo (risorse pubbliche e private) degli investimenti ammonterebbe a 14 meuro.
2. *Scenario 2.* La quota massima del sostegno pubblico nell'ipotesi 2 è pari al 50%. Con una sovvenzione pari al 45% dell'investimento, la dotazione libera da imputare a garanzia resta individuata nel residuo 5%. Con moltiplicatore ipotizzato pari a 5, si riesce a garantire il prestito e/o a coprire gli interessi sullo stesso nella misura del 25% dell'investimento. Trascurando l'ipotesi di copertura degli oneri finanziari, che prevederebbe una erosione rapida del plafond, l'ammontare delle risorse disponibili sarebbe suddiviso in 6,3 meuro in sovvenzioni e 0,7 meuro in fondo di garanzia. Il lordo a disposizione delle imprese sarebbe pari 12,6 meuro, così composto: 6,3 meuro a fondo perduto, 3,5 meuro in prestiti sostenuti da garanzia pubblica da parte del sistema bancario a tassi di mercato e 2,8 meuro di prestiti liberi del sistema bancario. Il totale degli investimenti sarebbe pari a 14 meuro con apporto del destinatario finale pari a 1,4 meuro. Diversamente dallo scenario 1, lo scenario 2 crea un benchè modesto effetto rotativo, stante la residualità dello strumento finanziario, e grava di spese di gestione, anch'esse non rilevanti, la dotazione in favore delle imprese. Il rischio che si affronterebbe è duplice: 1) non colmare la distanza degli interessi tra le componenti del mercato del credito (solo una parte dei prestiti è coperta da garanzia pubblica); 2) non stimolare sufficientemente la propensione all'investimento (una parte rilevante dell'operazione genera cospicui oneri finanziari).
3. *Scenario 3.* Per lo scenario 3, pure ipotizzabile, non si procede alla quantificazione delle risultanze, prevedendo lo stesso il ricorso a una "sponda" esterna, il fondo di garanzia già attivato sul POR FESR 2007-2013, che, ovviamente, ne mette in discussione la comparabilità con le altre soluzioni.
4. *Scenario 4.* Lo scenario prevede una copertura del 90% dell'investimento con residuo cofinanziamento privato, pari al 10%. La differenza con lo scenario 2 insistono su: (i) il 45% è concesso a titolo di prestito e non in qualità di sovvenzione a fondo perduto; (ii)



la quota del prestito bancario è interamente assistito da garanzia. L'abbattimento degli interessi è pressoché totale sulla quota di prestito e quindi ne risulta all'incirca dimezzato l'impatto degli oneri finanziari sul capitale di debito complessivo (gli OF pesano in misura pari alla soluzione 2). Con moltiplicatore 5, al fine di assicurare la copertura del finanziamento bancario, occorrerà destinare circa 1,2 meuro alla sezione garanzia, lasciando su quella finalizzata ai prestiti i residui 5,8. Le risorse disponibili per il destinatario finale ammontano a 11,7 meuro circa. Il totale stimato degli investimenti raggiunge i 13,6 meuro. Sulla valutazione della soluzione impattano elevate (in valore assoluto) commissioni di gestione, ma anche e soprattutto consistenti potenzialità di moltiplicazione dovute ad un importante effetto rotativo.

E' ovvio come la condizione più gradita dai destinatari debba essere individuata in quella descritta nello scenario 1, ma ciò è implicito nella tipologia stessa del sostegno. A livello di sistema economico, per il dimensionamento del problema e per le possibilità correlate con il gap di indebitamento disponibile, la soluzione più efficace e meglio percorribile per la politica pubblica appare ancora una volta la 4, visto l'ampliamento complessivo di risorse del quale appare foriera.

Il calcolo è ripercorso nella parte dedicata alla strategia di investimento, a seguito del *fine tuning* della soluzione prospettata.

In calce alla presente analisi, si rimarca che l'individuazione del soggetto gestore in una società in house, stante la necessità in capo alla stessa di fornire condizioni di costo favorevoli, minimizza l'impatto di questi ultimi sulle risorse da destinare effettivamente agli investimenti delle imprese.

## 7. LEZIONI DELL'ESPERIENZA

Nel corso del periodo di programmazione 2007-2013 molte Regioni europee hanno affrontato per la prima volta le questioni inerenti alla creazione, attuazione e gestione di strumenti di ingegneria finanziaria nell'ambito dei propri Programmi Operativi sostenuti dal FESR e ciò solo in relazione a tre obiettivi specifici: *a)* investimento nelle PMI e nelle imprese; *b)* sviluppo urbano; *c)* efficienza energetica e energie rinnovabili negli edifici. La Regione Molise ha attivato strumenti di ingegneria finanziaria, tra cui il Fondo Energia, che pur non essendo direttamente richiamato ai fini del presente lavoro di valutazione, assume un ruolo importante per ciò che concerne il *know how* che ha contribuito a sviluppare all'interno delle strutture regionali. Anche contando su quanto appreso dalle lezioni dell'esperienza e delle maggiori capacità acquisite, la Regione fonderà le proprie riflessioni per eventualmente identificare standard di implementazione e di semplificazione per la progettazione e messa in funzione degli strumenti di ingegneria finanziaria che intende adottare per l'attuale periodo di programmazione.

Nelle more di solide esperienze pregresse a livello europeo, la CE ha sostenuto il progetto FIN-EN *"Sharing Methodologies on Financial Engineering for Enterprises"* attraverso l'iniziativa comunitaria Interreg IVC al fine di promuovere lo scambio di esperienze su un campione di strumenti finanziari sviluppati, sia in regioni Convergenza che Competitività nel periodo 2007-2013. Ciò ha consentito di delineare punti di forza e punti di debolezza del processo di attuazione degli strumenti di ingegneria finanziaria in vari contesti europei.

Di interesse, ai fini della definizione di una appropriata strategia, appaiono altresì gli esiti dell'indagine condotta dalla Corte dei Conti Europea circa i risultati dell'utilizzo di Strumenti finanziari nei programmi di sviluppo rurale 2007-2013. Molti aspetti che a giudizio della Corte dei Conti devono rappresentare oggetto di osservazione nel caso degli strumenti finanziari attivati sui programmi di sviluppo rurale sono comuni anche a quelli da prevedere nell'ambito dei programmi sostenuti dal fondo europeo di sviluppo regionale.

Sulla scorta dell'esperienza regionale e delle altre esperienze rilevate a livello nazionale ed europeo, si tracciano di seguito i principali elementi a cui dedicare una particolare e puntuale attenzione nelle fasi di creazione e attuazione dello strumento finanziario che eventualmente si vorrà attivare a valere sulle Priorità di Investimento 1b) e 3c) contenute nel POR FESR FSE 2014-2020 della Regione Molise.

Secondo quanto rilevato dalla Corte dei Conti Europea, il ritardo nella attivazione degli strumenti di ingegneria finanziaria registrato nel periodo 2007-2013 ha in alcuni casi compromesso le prestazioni degli stessi. Ad oggi appare evidente che parte di questi ritardi siano imputabili alla scarsa esperienza di istituzioni ed amministrazioni pubbliche nello svolgimento di tutte le attività funzionali alla messa a punto e al buon funzionamento dello strumento finanziario.

Nell'attuale periodo di programmazione, le maggiori competenze sviluppate dovrebbero produrre per la Regione Molise consistenti possibilità di velocizzazione delle procedure necessarie all'attivazione e al funzionamento a regime dello strumento. In questo senso, laddove possibile, si dovrebbe agire tentando di dare continuità a strumenti e prodotti già definiti e rivedendone la struttura in relazione a particolari esigenze (ad es.: criticità evidenti riscontrate nel funzionamento dello strumento; nuove esigenze emerse in relazione alle evoluzioni della realtà locale e ai cambiamenti intervenuti nel contesto produttivo, etc.).

Analogamente, in fase di implementazione dello strumento, dovrebbero essere adottate agili procedure di selezione dei gestori dei fondi che garantiscano: *a)* solide competenze ed elevate

capacità di gestione dello strumento; *b)* abilità sugli aspetti tecnici degli strumenti finanziari cofinanziati dai Fondi Strutturali; *c)* presenza sul territorio, conoscenze specifiche del territorio e della realtà produttiva locale; *d)* capacità di gestione del carico amministrativo, *e)* capacità di creare valore aggiunto. Ciò implica che l'intermediario abbia maturato esperienze in ambiti simili, detenga una adeguata capacità di interlocuzione con i principali portatori di interesse e possieda spiccate capacità promozionali. Assicurando il rispetto della normativa vigente, ciò consiglia, unitamente alle ulteriori considerazioni dello stesso tenore espresse nei ragionamenti condotti, di propendere per l'individuazione del soggetto gestore tra le strutture *in house* della Regione.

L'analisi delle esperienze maturate evidenzia che nel passato si sono avuti ritardi anche a causa dei tempi impiegati per la definizione degli accordi di finanziamento, per la identificazione di condizioni appropriate alle esigenze delle parti interessate, ma anche a causa di carente chiarezza normativa e di errate interpretazioni dell'accordo in una fase successiva. Gli accordi di finanziamento da sottoscrivere con il soggetto gestore dovranno essere facili da applicare ed arginare le possibilità di interpretazioni difformi. Anche in tal senso, i rapporti intercorrenti tra la Regione e la sua finanziaria assicurerebbero un contesto di minore contrapposizione di interessi e, in definitiva, una minore possibilità di insorgenza di conflitti.

Gli accordi dovrebbero indicare i termini e le condizioni dei contributi del POR allo strumento finanziario, nonché la tempistica di gestione dei flussi finanziari e il passaggio delle risorse ai destinatari finali, anche in ragione delle nuove regole sulla certificazione della spesa per cui la *performance* dello strumento finanziario assume rilevanza già dai primi anni di funzionamento<sup>31</sup>.

Per ciò che concerne le caratteristiche dello strumento, le esperienze maturate mettono in luce una pluralità di casi in cui si è avuta una eccessiva dotazione dello strumento che ha comportato immobilizzo di risorse e concrete possibilità di disimpegno. Appare quindi auspicabile che la Regione Molise, nella definizione dello strumento, preveda una dotazione effettivamente rispondente alle esigenze delle imprese presenti sul territorio, favorendo così buone *performance* dello strumento già nel breve termine. Rispetto al gap di indebitamento calcolato, l'ipotesi di devolvere allo strumento finanziario 7 meuro non appare sovrastimarne le potenzialità.

Per ciò che attiene alla progettazione dello strumento finanziario, le caratterizzazioni del tessuto produttivo regionale e le esperienze maturate impongono di tenere conto delle possibilità e delle esigenze dei potenziali beneficiari. Le resistenze all'investimento mediante indebitamento – soprattutto se rischioso – di piccole imprese con ridotte capacità finanziarie e tradizionalmente abituate a beneficiare di sovvenzioni a fondo perduto portano a incoraggiare l'adozione di strumenti finanziari *tailor made*. In questo modo, prospettandosi una maggiore attrattività dello strumento finanziario per le imprese presenti sul territorio, sarà possibile arginare un importante fattore di rischio legato appunto ad una scarsa operatività e al mancato utilizzo di risorse.

---

<sup>31</sup> L'Allegato 4 Contenuto nel Reg.(UE) 1303/13 per la definizione dell'Accordo di finanziamento prevede puntualmente gli elementi da considerare per un efficiente funzionamento degli strumenti.

Il successo in termini di *performance* dello strumento dipende, in larga parte, anche dalla bontà del sistema di monitoraggio adottato per il controllo e la eventuale tempestiva revisione dello strumento in caso di necessità. Le esperienze maturate in altre realtà regionali dell'Unione portano ad incoraggiare momenti di pianificazione iniziale del sistema di monitoraggio, attraverso cui identificare tutti i soggetti che possono essere coinvolti nel sistema di *reporting* e stabilire la tipologia di informazioni da reperire in relazione a ciascun soggetto e con quale frequenza. L'operazione dovrebbe essere funzionale a non lasciar ricadere gran parte del carico sui destinatari finali per questioni di natura amministrativa. La difficoltà a creare sistemi di condivisione tra tutti gli attori (soggetti regionali, soggetto gestore, intermediari finanziari, potenziali investitori, destinatari finali, etc.) rendono necessaria la definizione di sistemi che garantiscano una comunicazione con periodicità frequente (seppur differenziata in relazione ai vari soggetti), al fine di disporre di procedure aggiornate in tutte le fasi della procedura di attuazione. Sebbene la partecipazione e l'apporto di tutti gli attori menzionati a titolo esemplificativo non si configuri come necessario ai fini del dettato regolamentare, ciò costituirebbe un importante supporto nel processo decisionale.

Tutto ciò premesso, la soluzione di seguito prospettata nel successivo Capitolo 8 "La strategia di investimento dello strumento finanziario" trova rispondenza nella solida esperienza - acquisita dalla Regione e dalla sua finanziaria *in house* - accuratamente descritta nell'Allegato II al presente documento.

## 8. LA STRATEGIA DI INVESTIMENTO DELLO STRUMENTO FINANZIARIO

Questo capitolo – in linea con quanto previsto dall'art. 37 del Regolamento (UE) n.1303/2013 - si pone l'obiettivo di proporre la strategia di investimento da attivare, che include:

- le possibili modalità di attuazione;
- i prodotti da offrire in relazione ai fabbisogni esistenti;
- l'identificazione dei destinatari finali;
- l'identificazione e la quantificazione dei risultati attesi dall'attivazione dello strumento di ingegneria finanziaria e il contributo che lo strumento può apportare agli obiettivi specifici delle pertinenti priorità di investimento 1b e 3c, compresi gli indicatori per tale contributo;
- disposizioni che consentano di procedere, ove necessario, al riesame e all'aggiornamento della valutazione ex ante durante il periodo di attuazione dello strumento finanziario.

Gli elementi di cui ai primi tre punti-elenco sono trattati nel paragrafo 8.1., il quarto nel 8.2, il quinto e ultimo nel 8.3. Ulteriori considerazioni sono esposte nel paragrafo successivo.

### 8.1 Soluzione proposta

Al fine di pervenire alla codifica di una strategia di intervento particolarmente attagliata ai fabbisogni, l'Autorità di Gestione dovrebbe considerare principalmente:

1. L'utilizzo sub-ottimale della leva finanziaria limita le possibilità di espansione delle imprese molisane, comprimendone i profitti. L'intervento pubblico è giustificato. in forma di strumento finanziario, facilitatore o succedaneo rispetto all'operatività degli istituti di credito, fino all'azzeramento del gap riscontrato. *Tale necessità suggerisce l'attivazione di strumenti finanziari.*
2. Si rileva la necessità di creare effetto moltiplicatore – latu sensu - sull'uso delle risorse pubbliche di incentivazione, in ragione delle disponibilità del Programma e dell'ammontare del gap di finanziamento riscontrato. *Tale necessità suggerisce l'uso di strumenti di natura rotativa.*
3. L'adozione di strumenti finanziari in luogo di sovvenzioni genera effetti sulle capacità di conseguimento degli output di programma. Poichè, generalmente, il finanziamento mediante strumenti finanziari copre l'investimento in misura maggiore rispetto alla sovvenzione, in relazione all'applicazione dei massimali d'aiuto, a parità di risorse, il n. di operazioni oggetto di copertura si riduce. *Ne discende la necessità di coprire il disavanzo con un idoneo meccanismo moltiplicatore latu sensu.*
4. Si riscontra la presenza di numerose fonti di finanziamento di natura rotativa per le imprese, dotati a livello comunitario e nazionale, di cospicuo ammontare di risorse. Questa circostanza spinge in favore della presenza di taluni importanti effetti spiazzamento da valutare. *L'implementazione di talune tecniche, incluse in tutto o in parte quelle suggerite dalla presente valutazione, potrebbe essere surrogata, qualora l'AdG valuti prevalente lo spiazzamento prodotto da strumenti non soggiacenti al proprio controllo, rispetto al valore aggiunto dalle stesse assicurato.*
5. Il mercato del credito mostra ancora segni di stress. Asimmetrie informative, parcellizzazione dei crediti, livello delle sofferenze e insufficiente concorrenza determinano spread negativi nel costo del denaro nel canale retail small business

regionale. Ciò determina, presso le PMI, una certa patologica diffusività di condizioni di bilancio limitanti, in termini di rapporto MOL/OF, peraltro interconnesso anche con l'equilibrio temporale fonti-impieghi. *Il contrasto di tali criticità suggerisce di attivare strumenti il meno possibile impattanti sugli oneri finanziari.*

6. Con esplicito riferimento agli investimenti incentivabili a titolo della Priorità di investimento 1b), si riscontra la presenza di massimali di aiuto mediamente molto elevati per ricerca industriale e sviluppo sperimentale, generalmente coperti da sovvenzione. Tale condizione implica la pressochè totale inappetibilità dello strumento finanziario rimborsabile. Si raccomanda all'AdG di valutare attentamente la portata della presente considerazione. *Si suggerisce di disporre l'utilizzo dello strumento finanziario per i soli investimenti relativi a industrializzazione dei risultati –rimanendo le spese per R&S sostenute con sovvenzione – e/o fornire mera provvista finanziaria ai tassi di mercato, in maniera da non gravare i massimali di aiuto. Particolarmente in quest'ultimo caso, l'AdG dovrebbe valutare gli effetti sul conseguimento dei target associati agli indicatori, in specie quelli di output.*
7. La sub-ottimalità degli investimenti è interconnessa alla preponderante valutazione del merito creditizio da parte degli intermediari finanziari. *Il contrasto di tale criticità consiglia, contemporaneamente, l'uso di strumenti in grado di migliorare gli esiti della valutazione di affidabilità, e, dall'altra, l'attivazione di strumenti che tengano in una migliore considerazione la valutazione di progetto.*

A seguito di quanto sopra riportato, il valutatore suggerisce di:

- incentivare con risorse pubbliche l'utilizzo ottimale della leva finanziaria, al fine di incrementare i margini d'impresa attraverso lo scarto sussistente tra la redditività caratteristica e gli oneri finanziari; tale incentivazione è possibile fino al limite nel leverage (2,5) che contraddistingue (empiricamente) il punto di rottura dell'equilibrio tra attivo fisso e capitale proprio;
- adottare una strategia di intervento che, pur preservando un certo moltiplicatore – *latu sensu* - auspicabile ai fini (i) del conseguimento dell'obiettivo di incidere in maniera significativa sul gap di finanziamento registrato e (ii) di una attuazione coerente con gli output attesi in esito al Programma - tenga in effettivo conto taluni conclamati effetti spiazzamento dovuti all'appetibilità di strumenti alternativi;
- adottare una strategia di intervento *tailor made* per le diverse tipologie di operazioni interessate dalle differenti priorità di investimento coinvolte;
- adottare una strategia di intervento che preveda il ricorso, anche opzionale, a soggetti facilitatori, detentori di specifico know how.

In termini concreti si propone di:

- costituire un nuovo strumento finanziario per la dotazione massima consentita dal Programma. Tale dotazione, pari alle risorse non ipotecate a valere sulle PI 1b e 3c e destinate alle sole imprese esistenti (sono pertanto escluse le nuove imprese innovative beneficiarie di intervento a titolo della PI 1b), dovrebbe approssimare i 7 Meuro;
- disporre, nel rispetto dei massimali di aiuto applicabili e delle regole di cumulo delle agevolazioni, incentivi in conto interesse, in favore delle imprese, in grado di non comprimere oltremisura il rapporto Margine Operativo Lordo – Oneri finanziari;

- attivare in quota parte un fondo prestiti che fornisca, direttamente e in maniera succedanea all'operatività degli istituti di credito, provvista finanziaria necessaria a ridurre il gap di indebitamento rilevato;
- attivare in quota parte – se non impossibilitati da effetti di spiazzamento totale e conclamato – un fondo di garanzia che faciliti l'intervento – mediante miglioramento della bancabilità in capo ai progetti - degli istituti di credito, fornendo, al contempo, l'auspicabile moltiplicatore all'operazione complessivamente considerata;
- attivare due distinte sezioni, una prioritariamente indirizzata a sostenere gli investimenti in innovazione del processo produttivo (macchinari, impianti e attrezzature di cui alla PI 3c, industrializzazione dei risultati di cui alla PI 1b) e l'altra per prevalenti investimenti in innovazione di prodotto (Ricerca industriale e Sviluppo sperimentale). In quest'ultimo caso, si propone di intervenire ai tassi di mercato, al fine di renderne concreta l'appetibilità;
- affidare la gestione dei fondi ad un soggetto che affianchi le capacità di valutazione del merito creditizio, con una sensibilità anche agli aspetti amministrativi e programmatici, oltretutto culturali, tipici dell'attuazione di Programmi cofinanziati dai Fondi SIE.

Una ipotesi di articolazione del fondo (o delle sue sezioni) potrebbe essere, a solo titolo esemplificativo, quella di seguito descritta:

Asse	Destinatario	Quota a carico del fondo		Servizio del prestito	Sovvenzione altre risorse (incluso POR)	Cofinanziamento privato
		Prestito	Garanzia			
III	PMI	50%	50%	Tasso agevolato in assenza di sovvenzioni (quasi totale abbattimento interessi).	eventuale	Secondo le regole applicabili al caso di specie.  In assenza di sovvenzioni, almeno il 15-20%
I industrializzazione						
I R&S	Imprese; Università, Centri di ricerca (in collaborazione con imprese)	100%	-	Tasso di mercato o tasso agevolato (nel caso di sovvenzioni, abbattimento interessi nei limiti del rispetto dei massimali di aiuto applicabili)		

A fronte di concessioni caratterizzate come descritto in tabella, la dotazione finanziaria potrebbe approssimare la distribuzione 87-13 rispettivamente in favore di prestito e garanzia. Qualora, infatti, l'incidenza percentuale degli investimenti in R&S (al netto dell'industrializzazione) da finanziare approssimasse, come appare verosimile, il 20% del totale, il restante 80% verrebbe distribuito tra prestito e garanzia in rapporto 5 a 1, in modo

da garantire (al 50% del sostegno) provvista finanziaria a titolo di prestito a tutte le operazioni garantibili (per l'altro 50% del sostegno) con moltiplicatore mediamente pari a 5. Ciò genererebbe, al lordo delle commissioni di gestione, un surplus di investimenti pari a 3,7 meuro in ipotesi di dotazione complessiva dello strumento pari a 7 Meuro. A parità di tasso di interesse, intervenendo a titolo di garanzia sul 50% dell'importo finanziato, in valore assoluto gli oneri finanziari risulterebbero ridotti un po' meno che proporzionalmente, stante il non totale abbattimento degli interessi sulla quota di prestito, rispetto a un identico ammontare di finanziamento bancario. Naturalmente, nel lungo periodo, sul gap di indebitamento sistemico agirebbe l'effetto rotativo lungo dello strumento. Dal punto di vista dell'effetto leva, che però esula dal problema del gap di indebitamento, quand'anche si perdesse nel breve periodo – come nei fatti accade – una quota del co-finanziamento privato, in ragione della minore copertura comparata assicurata dalle sovvenzioni, nel medio-lungo termine, ciò sarebbe recuperato e prevedibilmente superato, al netto delle operazioni in default, dall'effetto rotativo complessivo.

## **8.2 Risultati attesi**

In via analitica e mantenendo le ipotesi assunte nella metodologia di calcolo degli indicatori di output anche per lo strumento finanziario, la rideterminazione degli output deriverebbe soltanto dal risultato del calcolo dell'incidenza del relativo ammontare complessivamente investito sul totale pubblico e privato investito mediante leva su sovvenzione a fondo perduto. Assumendo che i rispettivi valori in gioco siano 10,7 e 14 meuro, gli output ricavabili dalla soluzione proposta si attesterebbero su un valore percentuale pari al 76,43% - abbattuto al 74,5% in ragione della detrazione dovuta alle spese di gestione - di quelli conseguibili mediante leva su sovvenzione a fondo perduto, con un cofinanziamento privato medio ipotizzato al 50%. Al fine di pareggiare gli output conseguibili, occorrerà una rotazione pari al 34% del fondo con la quale finanziare ulteriori operazioni. Con una durata dei prestiti convenzionalmente stabilita in 10 anni e con un tempo di ammortamento residuo all'interno dei tempi del programma pari a 4 anni questo obiettivo appare conseguibile con il supporto del Fondo di Garanzia attivato sul POR FESR 2007-2013, al quale bisognerà far ricorso per l'addendum di garanzia necessario a coprire i prestiti bancari addizionali (nel tempo del POR, le garanzie sul nuovo fondo non saranno ancora svincolate).

Pertanto, la soluzione proposta prefigura, a parità di taglio medio degli investimenti, la probabilità di una lieve riduzione nella capacità di conseguire i target associati agli indicatori di output, nei tempi del Programma e, invece, un conseguimento decisamente sovrapertormante in tempi dilatati oltre la data ultima dello stesso.

## **8.3. Riesame e aggiornamento della valutazione ex ante**

La presente Valutazione ex ante sarà sottoposta a revisione nel caso in cui:

1. l'Autorità di gestione decida di specializzare lo strumento secondo opzioni tecniche non considerate, a titolo non esaustivo, riferite a: (i) Capitale di rischio – Venture Capital delle nuove imprese innovative; (ii) Capitalizzazione delle PMI; (iii) Operazioni di Tranché Cover; (iv) mini-bond. Le prime due sono riferite a un "problema" sostanzialmente opposto rispetto a quello indagato dalla presente valutazione, le altre due per le peculiarità tecniche e di mercato molto spinte qui mpm tenute in conto.



2. Aggiornamenti di dati forniscano indicazioni in misura sostanziale impattanti sull'opportunità/possibilità di ottimizzare l'utilizzo della leva finanziaria per nuovi investimenti in innovazione. Ciò accadrebbe in presenza di una situazione profondamente mutata nel leverage delle imprese e/o nel rapporto MOL/OF, o, ancora, di una recrudescenza della stretta creditizia.
3. L'Autorità di gestione decida una decurtazione delle risorse assegnate al fondo in misura non inferiore al 40% delle stesse, quale conseguenza di mancato o insufficiente tiraggio dello strumento.

#### **8.4 Il sistema di *Governance, reporting* e monitoraggio degli strumenti di ingegneria finanziaria**

L'Accordo di Finanziamento, che rappresenta la base regolamentare dei rapporti tra Autorità di Gestione e soggetto gestore del Fondo, dovrà assumere come punto centrale la tempistica di attivazione, di attuazione e di funzionamento del fondo, prevedendo l'impegno da parte del gestore all'adozione di un accurato sistema di monitoraggio e di *reporting*. Nello stesso Accordo di Finanziamento, l'Autorità di Gestione e il soggetto gestore definiranno *deadline* precise per la trasmissione delle informazioni da includere nelle Relazioni Annuali di Attuazione (RAA) che costituiranno la base per verificare la necessità di eventuali, ulteriori, aggiornamenti e revisioni della Valutazione Ex Ante.

Per ciò che concerne gli adempimenti regolamentari infatti, nella definizione del sistema di monitoraggio si dovrà tenere conto – in particolare – di quanto previsto nell'art. 46 del RDC recante disposizioni in merito alla relazione sull'attuazione degli strumenti finanziari. La norma stabilisce, infatti, che le Autorità di Gestione trasmettano, in allegato della relazione annuale di attuazione (RAA), una relazione specifica sulle operazioni che comprendono gli strumenti finanziari. I contenuti di questa sono disciplinati dallo stesso articolo al comma 2. Al comma 3 del medesimo articolo, è disciplinato che "al fine di garantire condizioni uniformi di esecuzione [...], la Commissione adotta atti di esecuzione che stabiliscono i modelli da utilizzare per le relazioni sugli strumenti finanziari alla Commissione".

L'Autorità di Gestione per essere in linea con le disposizioni dell'art. 46, comma 2, del RDC, contenente le informazioni che ciascuna relazione deve avere, potrebbe mettere in piedi un sistema di monitoraggio che utilizzi gli stessi indicatori di *output* e di risultato applicati per il calcolo dei risultati attesi previsti nel POR, eventualmente affiancati da ulteriori indicatori importanti per la misurazione delle *performance* più specificatamente finanziarie dello strumento.

Assumendo ancora come elemento centrale ai fini dell'efficacia dell'azione per il conseguimento degli obiettivi prefissati i tempi di attuazione, è opportuno che l'Autorità di Gestione, nella definizione dell'assetto di *Governance*, persegua obiettivi di semplificazione che si dovranno riflettere nella stessa documentazione negoziale e nell'Accordo di Finanziamento, al fine di contrastare rallentamenti derivanti da difficoltà e difformità interpretative.

## **ALLEGATI**

**ALLEGATO I - IL CONTESTO ECONOMICO DEL MOLISE: ELEMENTI RILEVANTI PER LA VALUTAZIONE**

**ALLEGATO II - GLI STRUMENTI FINANZIARI NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLA REGIONE MOLISE**

**ALLEGATO III - IL CALCOLO DEL GAP DI INDEBITAMENTO – DATI CAMPIONARI UTILIZZATI**