



FESR 2014-2020: Gli strumenti finanziari come opportunità complementare di investimento¹

Francesca Gottardi²

¹ Il contenuto di questa relazione non riflette la posizione ufficiale della Provincia autonoma di Trento. Le informazioni e le opinioni espresse in questa relazione sono esclusivamente di responsabilità dell'autore.

² Tirocinante presso l'Ufficio per i rapporti con l'Unione europea di Bruxelles della Provincia Autonoma di Trento. Laureata in Giurisprudenza ad indirizzo europeo e transnazionale presso l'Università degli Studi di Trento.

Abbreviazioni

SM	Stato membro
SF	Strumento finanziario
BEI	Banca europea per gli investimenti
FEIS	Fondo europeo per gli investimenti strategici
FESR	Fondo europeo di sviluppo regionale
SIE	Fondi strutturali e di investimento europei
ESIF	European Structural and Investment Funds
VEXA	Valutazione ex-ante
EPRC	European Policies Research Centre
PO	Programma operativo
AdG	Autorità di gestione
PE	Parlamento europeo
CdR	Comitato delle Regioni
OT	Obiettivo tematico

Indice

1	Introduzione	4
2	Gli strumenti finanziari	5
2.1	Aspetti definatori e vantaggi degli strumenti finanziari	5
2.2	Tipologie	10
2.3	Gli strumenti finanziari 'off-the-shelf'	15
3	Applicazioni pratiche	16
3.1	del periodo 2007-2013	16
3.2	Ricognizione del periodo 2014-2020	19
4	Prospettive di implementazione nel contesto trentino: gli strumenti finanziari 'off-the-shelf'	21
4.1	Gli strumenti finanziari ' <i>off-the-shelf</i> ' di prima generazione	21
4.2	Il <i>Renovation Loan Programme</i> : Il caso studio dell'Estonia	23
4.3	Gli strumenti finanziari off-the-shelf innovativi	27
5	Riferimenti principali	29

1 Introduzione

Negli ultimi anni si è riscontrata sempre più una forte resistenza da parte degli Stati Membri (SM) a contribuire al bilancio dell'Unione europea (UE). Possibili cause sono, da una parte la poco diffusa percezione del valore aggiunto dato dall'intervento europeo, dall'altra gli alti livelli di debito pubblico degli SM, che portano ad escludere interventi che possano ulteriormente gravare sul bilancio statale. Infine, le grandi sfide che caratterizzano questo momento storico dell'UE - come la ripresa economica e finanziaria e la gestione della crisi dei profughi - rendono la necessità di massimizzare l'impatto e razionalizzare la spesa dell'Unione. Questo rende urgente per l'UE provvedere allo sviluppo di nuovi mezzi di finanziamento ed a rendere più efficace ed efficiente l'utilizzo delle risorse a sua disposizione.

Il bilancio UE rappresenta circa l'1% del prodotto interno lordo dell'Unione. La sua esecuzione può avvenire in collaborazione con gli Stati membri (gestione concorrente), ad opera dei servizi della Commissione (per gestione diretta), oppure affidando compiti di esecuzione del bilancio a paesi terzi o ad altri organismi (gestione indiretta).

In questo contesto si inserisce la politica di coesione, tipico esempio di gestione concorrente del bilancio UE. La politica di coesione rappresenta la principale politica dell'UE in materia di investimenti e mira a rafforzare la coesione economica, sociale e territoriale delle regioni dell'Unione ed a ridurre le disparità al suo interno. Tale politica ha una dotazione di circa un terzo del bilancio totale dell'UE (351,8 miliardi di euro) nel periodo di programmazione 2014-2020, dove gli investimenti in materia di coesione sono destinati a coprire undici obiettivi tematici. Tra questi figurano rafforzare la ricerca, lo sviluppo tecnologico e l'innovazione; migliorare l'accesso e l'uso e la qualità delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione; migliorare la competitività delle PMI; sostenere il passaggio verso un'economia a basse emissioni di carbonio. Questi obiettivi sono allineati con la strategia dell'UE per una crescita sostenibile, intelligente ed inclusiva (strategia Europa 2020). I metodi di implementazione dei programmi della politica di coesione si sono evoluti nel corso degli anni. Sempre maggiore importanza hanno assunto gli strumenti finanziari innovativi. L'uso complementare di tali strumenti può quindi fornire un valido supporto in periodi di ristrettezza finanziaria, ed ha in particolare assunto un ruolo di crescente importanza nell'ambito della politica di coesione.

Gli strumenti finanziari sono dei meccanismi volti a dare sostegno finanziario tramite mezzi di finanziamento che non sono a fondo perduto, come prestiti, garanzie, partecipazioni ed investimenti quasi-azionari. Tali meccanismi responsabilizzano i beneficiari e li rendono meno dipendenti da un tipo di supporto finanziario fine a se stesso. Gli strumenti in questione offrono una vasta gamma di vantaggi legati alla loro stessa essenza, in quanto la loro natura rotativa rende possibile rinnovarli in più cicli e su diversi livelli. Questo crea un "effetto leva" che aumenta in modo significativo il valore dell'investimento iniziale.

Nel corso del tempo si è verificato un aumento dell'uso degli strumenti finanziari nel corso dei successivi cicli di programmazione europea (vedi tabella n.1). Gli SF rappresentano infatti un "modo intelligente per finanziare l'economia reale e rilanciare la crescita e l'occupazione".³

<i>Periodo</i>	<i>Miliardi di €</i>
1994-1999	0,6
2000-2006	1,3
2007-2013	16 (+ 5,5 gestiti a livello di Stati Membri)
2014-2020	31 (Stimato)

Fonte: Intervento Iliana Ivanova, membro della Corte dei Conti: Presentazione della relazione speciale sugli strumenti finanziari, REGI meeting, 24 gennaio 2017.

Questo report intende offrire un quadro generale di sintesi dell'ambito di impiego degli strumenti finanziari, soprattutto in riferimento al FESR. Il report descrive cosa sono gli strumenti finanziari. Svolge una **ricognizione** del loro utilizzo nel periodo 2007-2013 e 2014-2020. Infine, illustra alcuni aspetti di particolare rilievo per il FESR, proponendo alcuni *case studies* che potrebbero offrire degli spunti circa possibili ambiti di utilizzo degli SF.

2. Gli strumenti finanziari

2.1 Aspetti definatori e vantaggi degli strumenti finanziari

Per **strumenti finanziari (SF) o strumenti di ingegneria finanziaria** si intendono "le misure di sostegno finanziario dell'Unione fornite a titolo complementare dal bilancio per conseguire uno o più obiettivi strategici specifici dell'Unione. Tali strumenti possono assumere la forma di investimenti azionari o quasi-azionari, prestiti o garanzie, o altri strumenti di condivisione del rischio, e possono, se del caso, essere associati a sovvenzioni"⁴. In questo documento si tratterà nello specifico degli SF cofinanziati dai fondi strutturali e di investimento europei (SIE).

Il [quadro di riferimento per i fondi SIE per il periodo 2014-2020](#) promuove fortemente l'uso degli strumenti finanziari. Oltre 20 miliardi di euro dei fondi SIE sono destinati ad

³ COM(2014) 686 , *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sugli strumenti finanziari sostenuti dal bilancio generale a norma dell'articolo 140, paragrafo 8, del regolamento finanziario al 31 dicembre 2013*, pag. 3.

⁴ *Regolamento (UE, EURATOM) N. 966/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 ottobre 2012, che stabilisce le regole finanziarie applicabili al bilancio generale dell'Unione e che abroga il regolamento (CE, Euratom) n. 1605/2002, Articolo 2(p).*

essere utilizzati attraverso SF. Rispetto al ciclo di programmazione precedente, il loro impiego è stato ulteriormente esteso a settori di investimento che concernono il sostegno alle PMI, efficienza energetica, tecnologie digitali, trasporti sostenibili, ricerca e sviluppo ed innovazione.

I cinque fondi SIE sono:

1. Il **Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR)** - che promuove uno sviluppo equilibrato nelle diverse regioni dell'UE.
2. Il **Fondo sociale europeo (FSE)**- che sostiene progetti in materia di occupazione in tutta Europa e investe sul capitale umano europeo.
3. Il **Fondo di coesione (FC)** - che finanzia i progetti nel settore dei trasporti e dell'ambiente nei paesi in cui il reddito nazionale lordo (RNL) pro capite è inferiore al 90% della media dell'UE.
4. Il **Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale (FEASR)**- che si concentra sulla risoluzione di sfide specifiche cui devono far fronte le zone rurali dell'UE.
5. Il **Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca (FEAMP)**- che aiuta i pescatori a utilizzare metodi di pesca sostenibili e le comunità costiere a diversificare le loro economie, migliorando la qualità della vita nelle regioni costiere europee.

* European Structural and Investments Funds 2014-2020, Official Text and Commentaries,
http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/guides/blue_book/blueguide_en.pdf

Le disposizioni generali sull'utilizzo degli strumenti finanziari nella politica di coesione sono definite negli articoli 37-46 del regolamento sulle [disposizioni comuni \(n. 1303/2013\)](#) per tutti i fondi SIE. Queste disposizioni stabiliscono norme relative all'attuazione, alla gestione ed al controllo. Le disposizioni più dettagliate sull'utilizzo degli SF rispetto a ciascun fondo sono contenute nei regolamenti specifici dei vari fondi, ad esempio per quanto riguarda il FESR si fa riferimento al [regolamento UE N. 1301/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio](#) del 17 dicembre 2013. L'uso di strumenti finanziari deve essere inoltre conforme agli aiuti di Stato e alle leggi sugli appalti pubblici.

Gli strumenti finanziari hanno come **caratteristica principale** il fatto che comportano l'assunzione da parte dell'UE di una porzione di rischio associato agli investimenti, rendendo tale rischio più tollerabile per gli altri investitori. Sono per questo utilizzati in settori dove il finanziamento privato è insufficiente a causa dell'alto rischio degli investimenti per via di imperfezioni o malfunzionamenti del mercato. Gli SF sono quindi progettati per attrarre co-investimenti da altre fonti, inclusi gli investimenti privati. Essi accrescono l'accesso al credito delle PMI, ma devono essere rimborsati.

I principali attori coinvolti nell'elaborazione degli SF sotto i Fondi SIE sono le autorità di gestione (AdG) responsabili dell'implementazione dei fondi. Nella selezione degli enti responsabili dell'implementazione degli SF, le (AdG) potranno decidere fra diverse opzioni. Per AdG s'intende un' "autorità pubblica nazionale, regionale o locale o ente

pubblico o privato designato dallo Stato membro per gestire il programma operativo”⁵. L’implementazione degli SF può quindi essere affidata a istituti finanziari internazionali (IFIs) dove lo SM e’ *shareholder*. Le AdG potranno optare per investire nel capitale di entità legali già esistenti o create *ad hoc*. La gestione degli SF può essere inoltre affidata al gruppo BEI o ad enti di diritto pubblico o privato selezionati conformemente alle norme di diritto europeo e di diritto italiano. Nel caso di prestiti e garanzie (quindi per gli strumenti di debito, ma non di equity), e’ possibile affidare la gestione degli SF ad agenzie in-house.

E’ poi possibile partecipare ad uno SF europeo gestito direttamente dalla Commissione europea (per esempio nell’ambito di Horizon 2020 o di COSME. Tuttavia, gli SM preferiscono ancora l’uso di SF nazionali e regionali.

L’uso degli SF nella politica di coesione e’ incoraggiato per vari motivi. In particolare, si ritiene che gli SF abbiano due principali **effetti vantaggiosi**:

1. Effetto leva o effetto moltiplicatore

Gli SF mirano ad attrarre risorse aggiuntive sfruttando il meccanismo del *moltiplicatore finanziario*. Gli SF attraggono co-investimenti cercando di attirare ulteriori risorse pubbliche e private. Questo aumenta il patrimonio complessivo disponibile per gli investimenti. L’effetto leva è proprio “la somma della quantità di finanziamento dei fondi SIE e delle risorse pubbliche e private aggiuntive raccolte, divisa per il valore nominale del contributo dei Fondi SIE”.⁶ Gli SF puntano ad attirare ulteriori fondi - pubblici e privati - ad integrazione dei finanziamenti pubblici iniziali. Infatti, “il contributo dell’Unione a uno strumento finanziario è inteso a mobilitare un investimento globale che supera l’entità del contributo dell’Unione conformemente agli indicatori previamente definiti”.⁷ Questo è ulteriormente rafforzato dall’accumulo degli interessi generati e dai dividendi pagati ai fondi. Spesso l’effetto leva produce un aumento delle risorse disponibili causato dagli effetti a catena che si riverberano positivamente sulla società e sull’economia locale.

Gli SF possono inoltre sfruttare l’effetto del *moltiplicatore politico*, orientando gli intermediari finanziari a perseguire gli obiettivi strategici dell’Unione per mezzo di un allineamento degli interessi, e l’effetto del *moltiplicatore istituzionale*, sfruttando le elevate competenze tecniche degli attori istituzionali coinvolti nella catena di attuazione degli SF.⁸

5 Regolamento 1083/2006 art.59

6 Commissione Europea (2015), *Guidance for Member States on Financial Instruments – Glossary*, http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/informat/2014/guidance_glossary, pag. 4.

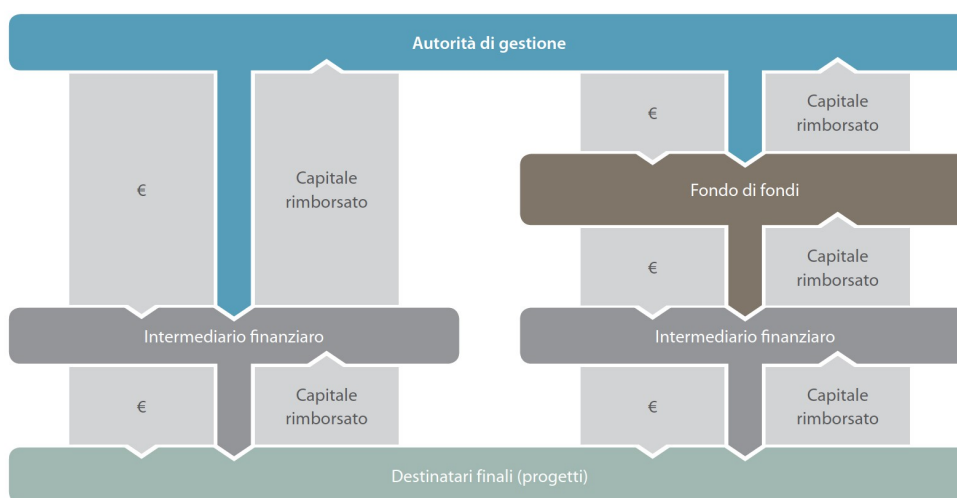
7 *Regolamento (UE, EURATOM) N. 966/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, Id*, art. 140 (d).

8 COM(2014) 686 , *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sugli strumenti finanziari sostenuti dal bilancio generale a norma dell’articolo 140, paragrafo 8, del regolamento finanziario al 31 dicembre 2013*, pag. 3.

2. Effetto di rotazione

Gli SF hanno natura rotativa, ovvero possono essere reinvestiti. L'effetto di rotazione è "la capacità dello strumento finanziario di generare ulteriori flussi di denaro - sia attraverso rimborsi che attraverso la realizzazione di investimenti - con l'obiettivo di un loro riutilizzo".⁹ Si tratta quindi di un contributo in forma di SF che viene riutilizzato a seguito di un primo utilizzo o ciclo. Ciò garantisce anche la sostenibilità a lungo termine degli investimenti pubblici, considerata particolarmente vantaggiosa nel contesto del vincolo di bilancio.

Figura 1: L'effetto di rotazione dello strumento finanziario



Fonte: Commissione europea 2014

A questi due vantaggi principali se ne aggiungono altri:

- Il coinvolgimento di investitori privati permette di **attingere competenze del settore privato**, in particolare in termini di competenze manageriali e monitoraggio del mercato per una più mirata applicazione degli SF.
- Rispetto alle sovvenzioni, gli SF hanno il vantaggio di **responsabilizzare il destinatario** finale nell'utilizzo delle risorse a lui fornite. Tali strumenti devono infatti essere in grado di generare delle entrate in quanto i prestiti vanno rimborsati, le garanzie svincolate e gli investimenti azionari restituiti. Il fatto che i fondi debbano essere rimborsati è considerato quindi un incentivo per investimenti di migliore qualità, per una migliore pianificazione e una maggiore disciplina finanziaria. Questo favorisce l'aumento della qualità dei progetti e riduce le probabilità che si crei una dipendenza dei destinatari rispetto al sostegno pubblico.

⁹ Fi Compass (2015) *Introduzione agli strumenti finanziari nell'ambito del Fondo Sociale Europeo, Progredire con gli strumenti finanziari ESIF*, pag. 4.

- Gli SF **agevolano il destinatario finale** del capitale in quanto egli riceve *ex-ante* la *somma* da investire. Per contro, le sovvenzioni vengono erogate solo *ex-post*, a seguito della presentazione di un giustificativo di spesa.

Le sovvenzioni rimangono comunque dei mezzi utili e necessari e gli strumenti finanziari sono pensati come risorse ad esse complementari. In altre parole, si tratta di targhettizzare il finanziamento. Gli SF sono ideali per progetti strategici che possono generare un ritorno economico consistente, mentre le sovvenzioni sono pensate per finanziare progetti comunque di alto valore, ma che non hanno il ritorno economico come finalità principale. SF e sovvenzioni possono infine essere associati, in meccanismi definiti di *blending*.

Quanto al **funzionamento degli SF**, essi hanno un “ciclo di vita” comune descrivibile in quattro fasi principali: progettazione, costruzione, implementazione e chiusura. Il ciclo di vita di tutti gli SF è lo stesso. Vi è una prima fase di **progettazione**, che comprende innanzitutto la **valutazione ex-ante (VEXA)**. La scelta dello strumento finanziario e dei prodotti finanziari più idonei da utilizzare deve infatti essere determinata nella cosiddetta valutazione ex ante, obbligatoria a partire dal 2013. La valutazione ex-ante è definita dall'articolo [37\(2\)\(3\) del Reg. \(UE\) n. 1303/2013](#), come “Una valutazione che precede il contributo del programma europeo per i Fondi strutturali e degli investimenti (SIE) a favore di uno strumento finanziario e che mette in evidenza fallimenti di mercato o situazioni di investimento non ottimali, nonché il livello stimato e l'obiettivo degli investimenti pubblici dei quali si necessita, compresi i tipi di strumenti finanziari”.¹⁰ Si tratta di uno studio preventivo del contesto economico dove lo SF verrà implementato, per definire quale sia lo strumento di intervento più efficace tra le varie alternative possibili. Obiettivo ultimo della valutazione ex-ante è quello di assicurare che le risorse dei fondi Strutturali e di Investimento Europei (SIE) destinate agli Strumenti Finanziari siano in linea con quanto previsto negli strumenti di programmazione e permettano di conseguire i risultati programmati. A fronte della richiesta di uno SM, la valutazione ex ante può essere portata a termine dalla BEI. Questa prima fase di progettazione comprende inoltre la scelta delle modalità di implementazione, il tipo di SF ed il suo scopo tematico, la selezione degli organismi che implementino lo SF e la firma dell'accordo di finanziamento .

Vi è poi una seconda fase di **costruzione** di una solida struttura di governance e di gestione, che include il sistema di contabilità e di reportistica finanziaria. La terza fase riguarda l'**implementazione** dello strumento, i destinatari vengono selezionati ed informati ed i fondi erogati. Le rendite che rientrano dall'investimento dei finanziamenti vengono riutilizzate. Le autorità di gestione sono tenute a redigere una relazione sulle operazioni coperte da SF come un allegato alla relazione annuale di attuazione. Su questa base, dal 2016 la Commissione prepara una "sintesi dei dati sui progressi compiuti nel finanziamento e nell'attuazione degli strumenti finanziari". Questa sintesi viene trasmessa al Parlamento europeo ed al Consiglio e resa pubblica. Nella quarta ed ultima fase,

¹⁰ Commissione Europea (2015), *Guidance for Member States on Financial Instruments – Glossary*, 2014, pag. 3.

definita di **chiusura**, le risorse erogate nella prima fase vengono restituite. Le risorse rimborsate prima della fine del periodo previsto possono essere utilizzate per gli investimenti all'interno dello stesso SF, per la remunerazione degli investitori o per il rimborso delle spese di gestione e dei costi.

Se il ciclo di vita degli SF e' simile, i costi di gestione, le spese e le condizioni legali di utilizzo ed applicazione variano da strumento a strumento. Per questo è importante che le autorità di gestione sappiano scegliere i prodotti finanziari in base alle esigenze dei destinatari finali, al contesto specifico ed alla struttura degli intermediari finanziari. E' importante stabilire il livello di rischio considerato accettabile e le aspettative in termini di responsabilità e di *capital gain*. Il rischio complessivo può essere ridotto con una diversificazione degli investimenti, dei prodotti finanziari, e dei destinatari finali.

2.2 Tipologie

Gli strumenti finanziari possono essere offerti come **strumenti finanziari "tailor made"**, ovvero fatti su misura"; si tratta degli SF tradizionali.

Gli SF si presentano altrimenti sotto forma di **strumenti finanziari "off-the-shelf"**, cioè standardizzati e pronti all'uso. Attualmente gli SM sembrano preferire gli strumenti su misura, costruibili attraverso i vari prodotti finanziari offerti dagli SF. Gli SF "su misura" consentono di affrontare meglio le esigenze specifiche del mercato e di raggiungere destinatari finali mirati. Tuttavia, sono più complicati da attuare a causa della complessità della normativa.

Di seguito verranno descritte le principali tipologie di strumenti finanziari. E' possibile operare una distinzione tra prestiti e strumenti di garanzia, che sono titoli di debito, ed investimenti azionari o quasi-azionari, che invece forniscono capitale proprio di rischio.

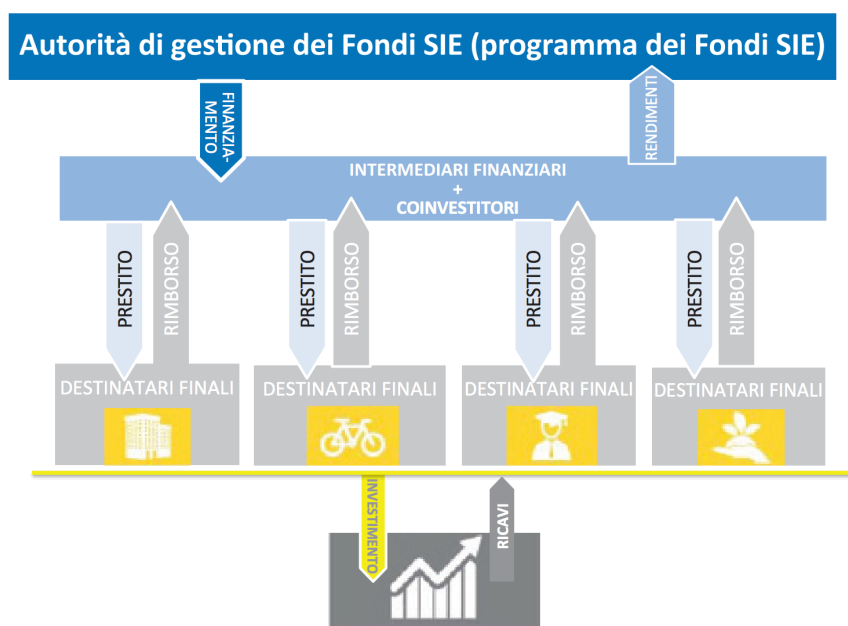
1) Prestito

Per prestito s'intende un «Accordo che obbliga il creditore a mettere a disposizione del prestatario una somma concordata di denaro per un determinato periodo di tempo, e in virtù del quale il debitore è tenuto a rimborsare tale importo entro il tempo stabilito». ¹¹ I prestiti sono quindi dei finanziamenti avanzati ad una ditta o un individuo che devono essere rimborsati secondo un programma prefissato. L'utilizzo di uno SF in forma di prestito può risultare la soluzione ideale quando non vi sia una banca disposta a prestare denaro in termini accettabili o migliori per il richiedente. Gli SF supportano progetti ed iniziative offrendo prestiti a tassi di interessi più bassi, periodi di restituzione del prestito più lunghi e possono infine offrire altre condizioni collaterali più convenienti. ¹²

¹¹ *Introduzione agli strumenti finanziari nell'ambito del Fondo Sociale Europeo*, pag. 7.

¹² *Financial Instruments Products, Loans, Guarantees, Equity and quasi-equity*, ficompass, 2015, pag. 3.

Schema 1: Il funzionamento degli strumenti di prestito



Fonte: Commissione europea e BEI, *FI Compass— Financial Instrument products. Loans, guarantees, equity and quasi-equity*, pag.5.

I possibili ambiti di applicazione dei prestiti in relazione agli obiettivi tematici (OT) del regolamento sulle [disposizioni comuni \(n. 1303/2013\)](#) per i fondi SIE sono molteplici. In particolare, i prestiti aiutano a ridurre il divario di mercato e promuovere gli investimenti che forniranno capacità di ricerca futura, sviluppi tecnologici e innovazioni (Primo OT). I prestiti sono spesso la fonte esterna di finanziamento più importante per aiutare un'impresa a crescere, per questo sono adatti al terzo OT. Gli investimenti nell'efficienza energetica sono in molti casi a basso rischio e a lungo termine, quindi sono adatti al quarto OT.

I prestiti offrono vari vantaggi. Non sono infatti particolarmente difficili da amministrare (quindi ci sono costi di gestione limitati); un programma di rimborso definito ne rende più facile il bilancio; i meccanismi di prestito sono rodati e ciò riduce la necessità di sviluppare expertise ed il rischio di incomprensioni. Infine, i prestiti non comportano alcuna pretesa sulla proprietà dell'impresa.

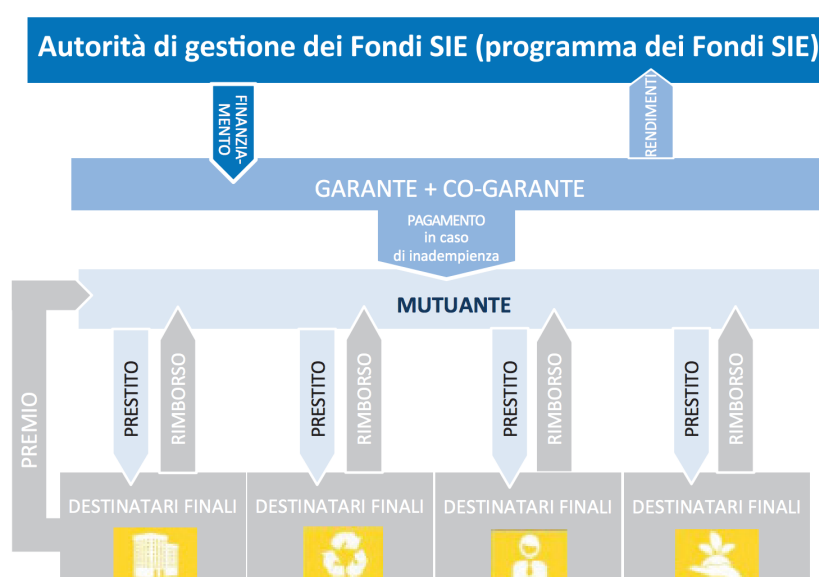
Gli svantaggi sono che i prodotti finanziati come i prestiti richiedono maggiori risorse iniziali rispetto a prodotti non finanziati come garanzie; a volte è difficile stabilire la probabilità di default ed infine il vantaggio è quasi interamente finanziario, non vi è trasferimento di know-how.

L'effetto leva del prestito dipende dalle risorse coinvestite in aggiunta ai fondi SIE. Per esempio, il progetto implementato in Estonia chiamato "Ristrutturazione di edifici" ha ricevuto 18 milioni di euro da contributi del FESR e 49 milioni di euro da co-investitori pubblici / privati, con un significativo effetto leva (3,8). L'effetto leva si distingue dall'effetto di rotazione, che si realizza nel momento in cui i mutuatari rimborsano i prestiti e questi fondi possono essere reinvestiti in nuovi progetti.

2) Strumenti di garanzia

Per strumento di garanzia s'intende un «Impegno scritto ad assumersi la responsabilità di tutto o di parte di un debito o obbligazione di una terza parte o della realizzazione della stessa terza parte dei propri obblighi, se si verifica un evento che fa scattare tale garanzia, come ad esempio un'inadempienza su un prestito». ¹³ Gli strumenti di garanzia forniscono per l'appunto una garanzia a un prestatore che il loro capitale sarà rimborsato in tutto o in parte se un mutuatario inadempiente sul loro prestito. Il fornitore della garanzia sarà idoneo a coprire la mancanza o il default del debito del debitore. Gli strumenti di garanzia normalmente coprono operazioni finanziarie, come i prestiti. ¹⁴

Schema 2: Il funzionamento degli strumenti di garanzia



Fonte: Commissione europea e BEI, FI Compass— Financial Instrument products. Loans, guarantees, equity and quasi-equity, pag.9.

Gli strumenti di garanzia possono supportare i progetti di ricerca, sviluppo e innovazione che incontrano difficoltà nel raggiungere i requisiti per ottenere un prestito, nell'ambito dell'OT 1. Inoltre, gli SF di garanzia possono facilitare l'accesso alla finanza per le PMI in tutti i settori, contribuendo così ai propositi dell'OT 3. Infine, questo SF può essere utilizzato nell'ambito dell'OT 4 per facilitare piccoli investimenti in fonti rinnovabili, attraverso un migliore tasso di interesse sui loro debiti e dando quindi accesso ai finanziamenti ad un costo accettabile.

Gli strumenti di garanzia offrono vari vantaggi. Possono preservare il patrimonio netto dei destinatari finali poiché normalmente non esiste alcuna pretesa sulla proprietà dell'impresa. In secondo luogo, i potenziali benefici per i destinatari finali potrebbero includere la necessità di una minore o di nessuna garanzia, nonché premi minimi di

¹³ Introduzione agli strumenti finanziari nell'ambito del Fondo Sociale Europeo, pag. 7.

¹⁴ Financial Instruments Products, Loans, Guarantees, Equity and quasi-equity, ficompass, 2015, pag. 3.

rischio. In terzo luogo, l'effetto leva su questi SF e' elevato ed il rischio di investimento è ridotto, in quanto copre solo il rischio di default. Infine, i prodotti non finanziati come le garanzie richiedono un sostegno iniziale inferiore a quello dei prodotti finanziati come i prestiti. Per contro, anche nel caso degli strumenti di garanzia, così come per il prestito, non vi e' un trasferimento di know-how. La garanzia rappresenta inoltre una riserva di rischio per il prestatore e non fornisce liquidità.

L'effetto di rotazione delle garanzie dipende dal contratto individuale. Per le normali garanzie sui prestiti, i rimborsi del prestito rilasciano quella percentuale di garanzia e liberano tale importo per il reinvestimento. L'effetto moltiplicatore si concretizza nel rapporto tra l'ammontare delle risorse di programma stanziato per coprire le perdite attese e inattese e l'ammontare complessivo dei nuovi prestiti erogati.

3) Investimento azionario (di "Equity")

Per investimento azionario s'intende una «Fornitura di capitale a una società, investito direttamente o indirettamente in cambio della proprietà totale o parziale della società stessa e secondo il quale l'investitore può assumere un diritto di gestione della società e può dividerne i profitti».¹⁵ Il rendimento finanziario dipende dalla crescita e dalla redditività del business. Tale rendimento deriva dai dividendi delle azioni, dalla loro vendita ad un altro investitore oppure attraverso un'offerta pubblica iniziale.¹⁶

Schema 3: Il funzionamento degli strumenti azionari



Fonte: Commissione europea e BEI, FI Compass— Financial Instrument products. Loans, guarantees, equity and quasi-equity, pag. 14.

Lo strumento di equity può sostenere le imprese a coprire le spese di attività preliminari come la ricerca e lo sviluppo di prodotti (R & S) fino a quando un prodotto o un servizio

¹⁵ Introduzione agli strumenti finanziari nell'ambito del Fondo Sociale Europeo, pag. 7.

¹⁶ Financial Instruments Products, Loans, Guarantees, Equity and quasi-equity, ficompass, 2015, pag. 3.

possono iniziare a generare ricavi (OT 1). Il finanziamento azionario soddisfa inoltre i requisiti di sviluppo di molte PMI, da quelle innovative a quelle tradizionali (OT 3). Infine, anche le nuove imprese di *green economy* nell'ambito dell'efficienza energetica, dell'energia rinnovabile, della tutela dell'ambiente e della promozione dello sviluppo urbano sostenibile potrebbero avere convenienza a richiedere un finanziamento azionario (OT 4).

I vantaggi di questo SF sono molteplici. In primo luogo, ci sono maggiori rendimenti potenziali rispetto agli strumenti di debito puro. In secondo luogo, vi è un ruolo attivo nella gestione del progetto e nell'accesso alle informazioni da parte degli azionisti, per l'investitore. In terzo luogo, questo SF stimola gli investimenti da parte dell'industria locale di *private equity* anche in settori più rischiosi non precedentemente serviti. Poi, la necessità di investimenti in azioni potrebbe comportare cambiamenti nel quadro normativo per incoraggiare un mercato azionario privato. L'azienda può inoltre trarre vantaggio dalla competenza di gestione degli investitori. Infine, gli investitori pubblici possono influenzare la configurazione e la missione di un'azienda.

Tra gli svantaggi figurano il fatto che esiste un rischio di insolvenza su tutto il capitale investito; si tratta di un investimento a lungo termine e costoso; questi investimenti sono più difficili da amministrare rispetto ai prestiti ordinari per via degli elevati costi di set-up e dei costi operativi. Inoltre, il finanziamento a breve termine non è possibile, in quanto i rendimenti sono fattibili solo a lungo termine e rispetto agli strumenti di debito, il *l'equity* può essere meno attraente per i destinatari finali per via dell'obbligo di cedere (almeno parte) il controllo dell'impresa.

L'effetto di rotazione dei fondi avviene una volta che l'investimento è stato venduto, avrà quindi generalmente luogo più tardi rispetto ai prestiti o alle garanzie.

4) Investimento quasi-azionario (di “Quasi-equity”)

Per investimento quasi-azionario s'intende una «Tipologia di finanziamento che si colloca tra l'investimento azionario e il debito, avente un rischio maggiore del debito senior e minore rispetto ad un comune investimento azionario. Gli investimenti quasi azionari possono essere strutturati come il debito, in genere non garantito e subordinato, ed essere in alcuni casi convertibili in investimenti azionari o in investimenti azionari preferenziali». ¹⁷Il profilo di rischio-rendimento dell'investimento quasi azionario in genere ricade tra il debito e l'investimento azionario nella struttura del capitale di una compagnia. ¹⁸

Tra i vantaggi di questo SF figurano il fatto che vi sono rendimenti maggiori rispetto agli strumenti di debito puro; che stimola gli investimenti da parte dell'industria locale di *private equity* anche in settori più rischiosi e non precedentemente serviti; e che potrebbero favorire cambiamenti nel quadro normativo per incoraggiare un mercato azionario privato. Infine, tale SF si rivolge a limiti specifici di capacità di rischio in un particolare segmento di mercato. Quanto agli svantaggi, essi sono del tutto simili a quelli riscontrati per gli strumenti di *equity*.

¹⁷ *Introduzione agli strumenti finanziari nell'ambito del Fondo Sociale Europeo*, pag. 7.

¹⁸ *Financial Instruments Products, Loans, Guarantees, Equity and quasi-equity*, ficompass, 2015, pag. 3.

2.3 Gli strumenti finanziari “off the shelf”

Nella programmazione 2014-2020 si punta ad un utilizzo sinergico tra programmi a gestione diretta (come Horizon 2020, COSME, etc) e programmi implementati da autorità nazionali e regionali (i fondi strutturali). Parte di questi fondi potranno essere allocati al fine di creare SF.

Oltre agli SF che le autorità regionali possono costituire ex-novo, delle quali si è parlato nel paragrafo precedente, la Commissione europea ha introdotto a favore delle autorità di gestione degli strumenti finanziari in forma semplificata, definiti “off the shelf”.

Gli strumenti “off the shelf” hanno la caratteristica di essere delineati secondo una struttura prestabilita ed uniforme. Gli SF standardizzati mirano ad incrementare il ricorso da parte degli SM al sostegno finanziario rotativo rispetto alle sovvenzioni tradizionali ed a combinare risorse pubbliche e private. Per il periodo di programmazione 2014-2020 la Commissione ha fissato come obiettivo il raddoppio degli investimenti con strumenti finanziari alimentati dai fondi ESIF.

La normativa che fissa i contenuti degli SF “off the shelf” è adottata dalla Commissione con Regolamento di esecuzione. Tali strumenti sono compatibili con la disciplina degli aiuti di Stato, uno degli ostacoli maggiori nella creazione di un SF, e mirano ad essere di facile utilizzabilità.¹⁹ Sebbene ciò consenta di adottare procedure di set up più rapide, per via del loro essere strumenti standard, gli SF “off the shelf” non sempre si adattano bene alle esigenze ed alla situazione economica del mercato locale.

In definitiva, le autorità di gestione possono personalizzare i prodotti finanziari in base alle loro esigenze e capacità, o strutturare gli SF in base a termini e condizioni forniti dalla Commissione per gli strumenti “off-the-shelf”, che sono in continua evoluzione. Nel caso specifico in cui una regione desideri utilizzare uno degli SF off-the-shelf, sarà comunque tenuta ad effettuare una valutazione ex-ante che dimostri la necessità dell’utilizzo di tale strumento nel territorio regionale.

Gli SF “off-the-shelf” sono essenzialmente cinque:

1) Il prestito con condivisione del rischio di portafoglio, anche conosciuto come “portfolio risk sharing loan (RS Loan) per le PMI.

Si tratta di uno SF per la concessione di prestiti basato sulla condivisione del rischio tra risorse pubbliche e private.

2) Garanzie per le PMI (Capped Guarantee)

La *Capped Guarantee* è uno SF con garanzia limitata, dove il denaro pubblico serve da garanzia contro il default nel portafoglio prestiti di una banca.

3) Prestiti per energie rinnovabili ed efficienza energetica (Renovation Loan)

Il *Renovation Loan* è uno SF per la concessione di prestiti per la ristrutturazione, destinato ai progetti di efficienza energetica nell’ambito dell’edilizia abitativa.

4) Fondi per gli investimenti per PMI e Start-up

¹⁹ *La finanza territoriale. Rapporto 2013, Franco Angeli, pag. 246.*

Adottato l'11 luglio 2016, questo SF è uno strumento di co-investimento per le start-up e le PMI che sono messe nelle condizioni di sviluppare i loro modelli aziendali ed attrarre finanziamenti aggiuntivi tramite un organismo di investimento collettivo. Unendo risorse pubbliche e private, l'investimento totale può ammontare fino a 15 milioni di euro per ogni PMI.

5) Fondi per lo sviluppo urbano

Adottato l'11 luglio 2016, questo SF è finalizzato al finanziamento di progetti urbani sostenibili in ambiti quali, ad esempio, il trasporto pubblico, l'efficienza energetica o la riqualificazione degli spazi urbani. Unendo risorse pubbliche e private, l'investimento totale può ammontare fino a 20 milioni di euro per progetto.

3. Applicazioni pratiche

3.1 Ricognizione del periodo 2007-2013

L'implementazione degli SF gestiti in modo centralizzato nel periodo 2007-2013 ha contribuito a mitigare i fallimenti del mercato finanziario ed ad accentuare l'incidenza positiva delle azioni a livello europeo. Nel periodo 2007-2013, i principali SF a livello europeo dedicati al supporto delle PMI e delle micro-PMI (EPMF) hanno migliorato l'accesso ai finanziamenti per oltre 336 000 PMI mobilitando prestiti pari a circa 17,9 miliardi di euro e sostenendo investimenti in *equity* di circa 2,8 miliardi di EUR.²⁰

Il periodo 2007-2013 è stato il primo in cui gli SF sono stati introdotti su larga scala. I risultati presentati dalla Commissione europea nella sua ultima relazione di sintesi per il periodo 2007-2013 mostrano che gli SF rappresentavano circa il 5% di tutte le risorse del Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR). 25 Stati membri hanno utilizzato gli SF istituiti nell'ambito del FESR e dell' FSE. Croazia, Lussemburgo e d Irlanda non si sono avvalsi di questi strumenti. Complessivamente sono stati creati 972 SF a titolo del FESR e 53 a titolo dell' FSE.²¹ Alla fine del 2014, circa 16 miliardi di euro erano stati versati negli SF come contributi dei programmi operativi (PO) di FESR e FSE. L' incremento è considerevole se si pensa che i fondi assegnati a gli SF nel periodo di programmazione 2000-2006 ammontavano a circa 1,3 miliardi, e quelli nel periodo di programmazione 1994-1999 a soli 0,6 miliardi di euro (vedi **tabella 1**).

Con particolare riferimento al FESR, alla fine del 2013 al FESR erano già stati assegnati circa 9 miliardi di euro in SF tra cui prestiti, garanzie e strumenti di *equity*. 200.000 tra individui ed imprese hanno ricevuto supporto all'imprenditorialità', per progetti

20 COM(2014) 686 , *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sugli strumenti finanziari sostenuti dal bilancio generale a norma dell'articolo 140, paragrafo 8, del regolamento finanziario al 31 dicembre 2013*, pag. 21.

21 Corte dei Conti europea, *Relazione speciale, L'esecuzione del bilancio UE tramite gli strumenti finanziari: insegnamenti utili del periodo di programmazione 2007-2013, 2016*, pag. 11.

urbani, e per investimenti in efficienza energetica ed energie rinnovabili. Il 90% di questo supporto è stato dedicato allo sviluppo imprenditoriale delle PMI.²²

Nella **tabella 2** viene presentata una panoramica degli strumenti finanziari del FESR e FSE in Italia per numero di fondi e dotazione finanziaria (periodo di programmazione 2007-2013).

Tabella 2: SF del FESR e FSE in Italia	Numero totale di fondi	Fondi di partecipazione	Strumenti di prestito	Strumenti di garanzia	Strumenti azionari	Strumenti misti	Tipo imprecisato	Contributi in milioni di Euro	Incidenza sulla dotazione tot. fondo
FESR	108	18	23	33	6	2	26	2526	12%
FSE	20	2	7	5	-	1	5	261	4%

Fonte: Corte dei conti europea, sulla base dei dati forniti dalla Commissione, situazione al 31 dicembre 2014.

Diverse sono le sfide che sono emerse a fronte di una ricognizione di questa programmazione, soprattutto a seguito dell' [audit della Corte dei Conti europea](#), pubblicato nel 2016.

In primis, un numero significativo di strumenti finanziari del FESR e dell'FSE è stato **sovradimensionato**. A fine 2014 era stato usato circa il 57% della dotazione di capitale complessiva versata dai PO agli strumenti finanziari, sintomo di difficoltà nel procedere all'esborso del capitale loro assegnato.²³ Al 31 dicembre 2015, l'80% delle risorse non spese erano attribuibili a cinque Paesi UE (Fonte: Reuters). L'Italia è risultata da sola responsabile del 45% del totale dei fondi non utilizzati (3 miliardi di euro), seguita da Spagna e Grecia (entrambe con fondi inutilizzati pari al 13% del totale), Regno Unito (7% dei fondi inutilizzati) e Germania (4% dei fondi inutilizzati).

In secondo luogo, solo un numero ristretto di SF del FESR e dell'FSE è riuscito a concretizzare la sua **natura rotativa**. Una delle cause di questo è attribuibile ai ritardi nell'attuazione degli SF, ritardi che hanno abbreviato notevolmente il periodo effettivo di investimento per diversi SF del FESR e dell' FSE. All'inizio del periodo di programmazione 2007-2013, in gran parte degli SM le autorità pubbliche avevano poca esperienza nella gestione di strumenti rotativi in collaborazione con intermediari finanziari. La maggior parte dei ritardi era dovuta alla lenta strutturazione interna degli SF, alle trattative con gli intermediari finanziari (spesso relative alla definizione dei costi di gestione), all'incertezza circa la conformità alla normativa sugli aiuti di Stato, ed alle difficoltà nell'ottenere

²² Ficompas, Il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale Strumenti finanziari, 2015, pag.2.

²³ REGI Meeting, *Intervento di Iliana Ivanova, membro della Corte dei Conti: Presentazione della relazione speciale sugli strumenti finanziari*, 24 gennaio 2017.

contributi dal settore privato. I bassi tassi di esborso in molti SM e la limitata capacità degli SF di utilizzare i fondi a rotazione sono una conseguenza di tali difficoltà di attuazione degli SF. In alcuni casi, i ritardi sono infatti durati anni, riducendo significativamente il periodo di tempo nel quale la dotazione dello SF poteva poi essere erogata ai destinatari finali. Alla fine del 2014 meno di un terzo di tutti gli SF del FESR e dell'FSE aveva utilizzato più di una volta il capitale in dotazione. In tutti i 25 SM che attuano SF la tempistica ha creato dei problemi significativi per gli strumenti azionari. In nessuno dei 25 SM, infatti, il tasso di esborso aggregato ha raggiunto il 100%.

In terzo luogo, e' stata rilevata una carenza nella capacità degli SF di **attrarre capitali privati**. Infatti, sebbene la Commissione europea appoggi in modo convinto l'uso di strumenti finanziari, alcune fonti accademiche sono titubanti in merito. Ad esempio, e' ad oggi molto dibattuto quale sia il reale potenziale degli SF nell'attrarre investimenti dal settore privato.²⁴ La Commissione stessa ammette che sia stato identificato un problema di metodo nel calcolo dell'effetto moltiplicatore esercitato dagli SF su ulteriori capitali pubblici e privati, e che pertanto non vi sia una risposta definitiva circa la capacità degli SF di attrarre capitale privato.²⁵ La Commissione ha affermato che "Gli strumenti finanziari — che fossero sottoposti a gestione concorrente o centralizzata— non sono riusciti ad attrarre capitali privati".²⁶

Inoltre, i costi e le **commissioni di gestione** sono stati elevati rispetto al sostegno finanziario effettivamente erogato ai destinatari finali. In particolare, uno [studio dello European Policies Research Centre \(EPRC\)](#) indica che gli SF possono essere gravosi e difficili da gestire per le autorità regionali.²⁷ Lo stesso studio rileva anche che gli SF sono percepiti come poco utili nell'ambito di piccoli progetti ed in alcune aree, come quelle scarsamente popolate, in cui vi sono poche PMI ed il mercato dei capitali e' meno sviluppato.²⁸ Questo in considerazione dell'onere amministrativo che comporta la creazione di strutture per la gestione di SF. La Corte dei Conti UE e' inoltre dell'avviso che la Commissione e gli SM dovrebbero creare SF specifici del FESR e dell' FSE di dimensioni maggiori, cogliendo le possibilità offerte dalla normativa, al fine di sfruttare dei notevoli risparmi sui costi di gestione di tali SF.

Vi sono infine degli **ostacoli di natura burocratica** che occorre prendere in considerazione per rendere efficacemente fruibili gli SF dagli SM. Gli strumenti finanziari comportano infatti costi di gestione elevati, nonché procedure di set-up complesse.

24 Margaras V, Challenges for EU Cohesion Policy, *Issues in the forthcoming post-2020 Reform*, EPRS, 2017.

25 Corte dei Conti europea, *Relazione speciale, L'esecuzione del bilancio UE tramite gli strumenti finanziari: insegnamenti utili del periodo di programmazione 2007-2013, 2016*, pag. 40.

26 Corte dei Conti europea, *Relazione speciale, L'esecuzione del bilancio UE tramite gli strumenti finanziari: insegnamenti utili del periodo di programmazione 2007-2013, 2016*, pag. 13.

27 Bachtler, J., Mendez C. and Wishlade, F. *Permanent revolution in Cohesion policy: restarting the reform debate*, EPRC, 2015.

28 Bachtler, J., Mendez C. and Wishlade, F. *Permanent revolution in Cohesion policy: restarting the reform debate*, EPRC, 2015, pag. 27.

Complessivamente, si ritiene che gli SF contribuiscano al perseguimento degli obiettivi e nel raggiungimento di risultati della politica di coesione, soprattutto se comparati con le sovvenzioni.

3.2 Ricognizione del periodo 2014-2020

A dicembre 2013, il Consiglio ha formalmente adottato le nuove normative e le leggi che regolano il ciclo di investimenti effettuati nell'ambito della Politica di coesione dell'UE per il periodo 2014-2020. L'implementazione degli SF nell'ambito del SIE nella programmazione 2014-2020 e' ancora ad uno stadio iniziale, si stima pero' che verranno assegnati 31 miliardi di euro rivolti all'utilizzo degli SF.

Il quadro politico e giuridico per il 2014-2020 promuove un'ulteriore estensione e potenziamento dell'utilizzo degli SF nel nuovo periodo di programmazione. Essi, infatti, rappresentano un'alternativa più efficiente e sostenibile per integrare i finanziamenti tradizionali basati sul *grants*.

L'esperienza maturata nel periodo di programmazione 2007-2013 ha permesso di migliorare il quadro normativo relativo agli SF per il periodo di programmazione attuale. La principale differenza tra la regolamentazione 2007-2013 e quella 2014-2020 è che nel primo dei due periodi di programmazione esistevano regole brevi e limitate ed in seguito alcuni documenti di orientamento sugli strumenti finanziari di ingegneria che hanno dato molta spazio alla manovra SM a scapito della certezza del diritto. E' stato inoltre aggiunto un nuovo capo che delinea il quadro normativo per la progettazione, la gestione e la rendicontazione degli SF.²⁹ Nel periodo di programmazione 2014-2020 è stata introdotta una regolamentazione più dettagliata e sono stati pubblicati diversi documenti di orientamento sugli SF che non sono necessariamente in linea con le pratiche degli Stati membri esistenti dal 2007-2013.

Gli SF previsti per il quadro pluriennale 2014-2020 concernono i seguenti **settori strategici**:

- 1) la promozione della capacità del settore privato di creare crescita, occupazione e/o innovazione. Si tratta di interventi a favore di una vasta gamma di soggetti, tra i quali: start up, micro-imprese, imprese sociali, PMI, società di media capitalizzazione, istituti di ricerca;
- 2) la realizzazione di infrastrutture, con particolare attenzione ai settori dei trasporti, dell'energia e delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Si tratta di interventi che fanno ricorso a sistemi di partenariato pubblico-privato;
- 3) il sostegno alla partecipazione del settore privato negli investimenti in materia di beni pubblici, come, ad esempio, gli investimenti per promuovere la tutela del clima e

²⁹ COM(2014) 686 , *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sugli strumenti finanziari sostenuti dal bilancio generale a norma dell'articolo 140, paragrafo 8, del regolamento finanziario al 31 dicembre 2013*, pag. 3.

dell'ambiente

Fonte: Angeli M., *L'effetto leva nelle politiche di finanziamento dell'Unione europea Gli strumenti finanziari innovativi e il Fondo europeo per gli investimenti strategici*, marzo 2015.

Per il periodo 2014-2020, il FESR ha uno stanziamento complessivo di circa 200 miliardi di euro da destinare alla crescita economica, alla creazione di nuovi posti di lavoro ed alla riduzione delle disparità regionali. Tra i possibili fattori ancora d'ostacolo ad un utilizzo più diffuso degli SF si annoverano la **sovra-capitalizzazione**, ed il rischio di una protratta **dipendenza dalle sovvenzioni**. Il problema della sovra-capitalizzazione è stato affrontato dall'articolo 41 del regolamento (UE) n. 1303/2013, che ha introdotto i pagamenti progressivi come regola generale per tutti gli SF nel periodo 2014-2020, subordinandoli al raggiungimento di risultati concreti dell'esborso.

Secondo un recente studio condotto per la commissione REGI del Parlamento europeo sui primi riscontri degli SM rispetto alla programmazione 2014-2020³⁰, il principale vantaggio dell'uso degli SF e' il valore aggiunto che essi hanno rispetto alle sovvenzioni in termini di utilizzo efficiente delle risorse pubbliche. Le forme di sostegno rimborsabili fungono da incentivo per investimenti di migliore qualità in quanto gli investimenti devono essere economicamente attuabili in modo che il destinatario finale sia in grado di rimborsare il sostegno fornito. Di contro, l'accesso limitato al finanziamento è ancora identificato come un problema in tutti i paesi analizzati. Lo studio ha analizzato i primi risultati nell'implementazione della programmazione 2014-2020 e ne sono emerse delle considerazioni. In primo luogo, il divario legislativo tra gli strumenti finanziari attuati dalla BEI e quelli attuati a livello degli Stati membri è grande. Sembra che le regole definite per gli SF attuati centralmente permettano più spazio alla manovra e siano meno rigorosi. Per un'utilizzazione più efficace ed efficiente degli SF si raccomanda di allineare le condizioni di questi due tipi di implementazione in modo che anche le regole per gli SF nazionali diventino più flessibili. In secondo luogo, e' stata riscontrata una mancanza di coerenza a livello normativo (in particolare tra politica di coesione, disciplina degli aiuti di stato e degli appalti pubblici). Per un'efficace attuazione degli SF sono necessarie norme più chiare e orientamenti metodologici più forti, nonché un'armonizzazione dell'apparato normativo a livello europeo – soprattutto a livello definitorio. Per esempio, per quanto riguarda l'effetto leva, l'interpretazione del regolamento sulle disposizioni comuni non è esplicita. Il regolamento dovrebbe fornire una chiara definizione sull'effetto leva degli strumenti finanziari. Questa definizione dovrebbe indicare chiaramente come sono determinati gli importi mobilitati dall'UE e dal contributo pubblico nazionale. Lo studio ha riscontrato la necessita' di potenziare la capacita' amministrativa a livello nazionale e regionale per migliorare un uso effettivo degli SF. Infine, e' da migliorare il coordinamento dei fondi EFSI con i fondi SIE, al fine di perseguire un'effettiva sinergia tra i fondi e sfruttarne al meglio il potenziale.

30 Filipa AZEVEDO and Diána HAASE, Policy Department B: Structural and Cohesion Policies European Parliament, *Study for REGI Committee - Financial instruments in the 2014-20 programming period: First experiences of Member States*, ottobre 2016.

4. Prospettive di implementazione nel contesto trentino: gli strumenti finanziari 'off-the-shelf'

Segue una schematica trattazione degli strumenti finanziari off-the-shelf di prima e di ultima generazione. Particolare riferimento verrà fatto al FESR ed al Renovation Loan, uno strumento off-the-shelf di prima generazione. Verrà infatti proposto il caso studio dell'Estonia, che si è avvalsa di questo SF nell'ambito del "Renovation Loan Programme".

Per ragioni di completezza espositiva verranno introdotti brevemente anche gli altri SF off the shelf ed i relativi *case studies* in forma schematica.

4.1 Gli strumenti finanziari '*off-the-shelf*' di prima generazione

Sono tre gli strumenti off-the-shelf di prima generazione. I termini e le condizioni per questi primi tre strumenti finanziari 'off-the-shelf' sono definiti dal [Regolamento di esecuzione \(UE\) N. 964/2014](#) della Commissione, datato 11 settembre 2014.

Il **prestito con condivisione del rischio di portafoglio**, anche conosciuto come "portfolio risk sharing loan (RS Loan)" è basato sulla condivisione del rischio tra risorse pubbliche e private. Tale prestito consente alle PMI di accedere più agevolmente al credito. "Il prestito RS assume la forma di un fondo di credito che è costituito da un intermediario finanziario con un contributo del programma e un contributo dell'intermediario finanziario pari ad almeno il 25 % del fondo di credito. Il fondo di credito finanzia un portafoglio di nuovi prestiti, mentre è escluso il rifinanziamento di prestiti esistenti".

Case Study in breve: Il "London Green Fund Gran Bretagna

Il "[London Green Fund](#)" (LGF) è un prestito con condivisione del rischio. Questo SF è stato pensato per incentivare l'efficienza energetica, la gestione eco-sostenibile dei rifiuti, la creazione di alloggi eco-friendly e la transizione della città di Londra verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

LGF mira a far fronte alle imperfezioni del mercato, che rendono difficile realizzazione i progetti troppo rischiosi per il settore privato. I motivi che determinano un rischio elevato sono, ad esempio, una domanda incerta del mercato, l'utilizzo di nuove tecnologie o di tecnologie emergenti, un tempo particolarmente lungo di generazione del profitto.

LGF punta a creare circa 2.000 posti di lavoro, ad evitare la produzione di 215.000 tonnellate di CO₂ l'anno ed a prevenire la creazione di 330.000 tonnellate di rifiuti l'anno.

Questo *case study* illustra come gli SF creino del valore aggiunto rendendo possibili investimenti che altrimenti sarebbero morti sul nascere. Inoltre, questo caso studio contribuisce ad evidenziare come gli SF, in questo caso in forma di prestito, siano in grado di attrarre risorse aggiuntive ed investimenti dal settore privato.

La **garanzia limitata di portafoglio**, o “capped portfolio guarantee”, e’ uno strumento nell’ambito del quale le risorse pubblico serve da garanzia contro il default nel portafoglio prestiti di una banca. Anche questo SF consente alle PMI un accesso agevolato al credito.

“La garanzia limitata di portafoglio fornisce una copertura del rischio di credito per ciascun prestito sino a un tasso di garanzia massimo dell’ 80 % ed è finalizzata alla creazione di un portafoglio di nuovi prestiti per le piccole e medie imprese con un importo massimo delle perdite fissato in base alla percentuale massima di garanzia, che non supera il 25 % dell’esposizione al rischio a livello di portafoglio”.³¹

Case Study in breve: La “First Loss Portfolio Guarantee” Bulgaria

La [*First Loss Portfolio Guarantee*](#) e’ un esempio di SF con garanzia limitata. Nasce allo scopo di colmare la mancanza di finanziamento alle PMI sfornite di garanzie.

Nel caso specifico della Bulgaria, si tratta di un fondo che mira ad arginare il fenomeno della scarsa propensione all’investimento delle PMI e quello dell’onerosità delle richieste di garanzia da parte del settore bancario.

Lo SF offre una garanzia alle banche locali, da cui ne derivano dei tassi d’interesse più bassi ed una richiesta di garanzie più accessibile alle PMI. Con questo SF si mira ad interrompere il “circolo vizioso del ‘nessun credito - nessun investimento - nessuna crescita - nessuna fiducia’”.³²

Il fondo consente la costruzione di un portfolio di crediti di oltre 300 milioni di euro. Dal 2011 sono circa 4.000 le PMI che hanno beneficiato dello SF. Quello bulgaro e’ un mercato che e’ in genere riluttante a sostenere micro-imprese, progetti ad alto rischio o soluzioni innovative.

Questo *case study* mostra come l’ uso di una garanzia possa aumentare l’offerta di credito da parte del settore privato.

Lo strumento finanziario che si e’ scelto di approfondire in questa sede e’ il **prestito per la ristrutturazione**, anche conosciuto come “Renovation Loan”, un prestito destinato ai progetti di efficientamento energetico nel settore dell’edilizia abitativa.

31 Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1157 della Commissione dell’11 luglio 2016, art. 7.

32 Ficompas, Il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale Strumenti finanziari, 2015, pag.7.

“Il prestito per la ristrutturazione assume la forma di un fondo di credito che è costituito da un intermediario finanziario con un contributo del programma operativo FESR e un contributo dell'intermediario finanziario pari ad almeno il 15 % del fondo di credito. Il fondo di credito finanzia un portafoglio di nuovi prestiti, mentre è escluso il rifinanziamento di prestiti esistenti”.³³

4.2 Il *Renovation Loan Programme*: Il caso studio dell'Estonia

Questo caso studio descrive l'attuazione di uno strumento finanziario per il Fondo europeo di sviluppo regionale estone (FESR) per migliorare l'efficienza energetica negli edifici residenziali. Attraverso una combinazione di prestiti e sovvenzioni, le associazioni di proprietari di appartamenti coinvolte hanno ricevuto assistenza tecnica ed assistenza finanziaria in tutto il processo di documentazione e di attuazione dei loro lavori di ristrutturazione al fine di migliorare l'efficienza energetica degli edifici coinvolti. Grazie a questo programma, a novembre 2014 erano più di 22.000 gli appartamenti in tutta l'Estonia che hanno beneficiato di un intervento di efficientamento energetico.³⁴

Con questo SF l'autorità di gestione ha affrontato una delle principali questioni relative all'efficienza energetica in Estonia. Lì il 95% del capitale immobiliare è di proprietà privata ed il 75% della popolazione vive in condomini. Il 60% degli edifici è stato costruito tra il 1960 e il 1990, un terzo è stato costruito prima del 1960 ed ha quindi più di 50 anni. Gran parte di questi edifici sono di scarsa qualità ed hanno un basso rendimento energetico. Quando il programma di ristrutturazione è iniziato nel 2009, il consumo medio annuo di energia negli edifici era molto elevato (200-220 kWh / m²) di cui gli esperti stimano il 40% fosse imputabile al riscaldamento.

Dopo i precedenti tentativi di affrontare questo problema attraverso il mero uso di sovvenzioni, l'autorità di gestione ha deciso di combinare le sovvenzioni con assistenza tecnica e prestiti. Lo SF implementato nell'ambito del *Renovation Loan Programme* era quindi rivolto ad edifici estoni con un'efficienza energetica molto bassa. Tale SF ha fornito prestiti vantaggiosi fino all'85% del valore di ristrutturazione nonché sovvenzioni basate sull'efficienza energetica raggiunta. Segue una descrizione schematica dei punti salienti del *Renovation Loan Programme* (Tabella 3).

Tabella 3: Il *Renovation Loan Programme* (Estonia) in breve

Nome	Korterelamute renoveerimislaenu programm (Renovation loan for apartment buildings); Fondo di rotazione estone per la
------	--

³³ Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1157 della Commissione dell'11 luglio 2016, art. 8.

³⁴ Gli appartamenti erano distribuiti in 619 condomini.

	ristrutturazione energetica negli alloggi
Focus tematico	Efficienza energetica e energie rinnovabili
Fonte dei finanziamenti	FESR; Banca di sviluppo del Consiglio d'Europa; Privati; Stato Estone
Tipo di SF	Prestito e sovvenzione
Mole del finanziamento	EUR 66.7 milioni in totale = Risorse del PO (17,7 milioni di euro del FESR e 49 milioni di euro di cofinanziamento pubblico nazionale, di cui 28,8 milioni di euro come prestito della Banca di sviluppo del Consiglio d'Europa, 4,2 milioni di euro come contributo di KredEx e 16 milioni di euro come prestito dallo Stato).
Tipo di destinatario finale	Associazioni di proprietari di appartamenti in condomini con più di tre appartamenti
Partner coinvolti	FESR, Banca di sviluppo del Consiglio d'Europa, Stato estone, KredEx, due banche private, associazioni di edifici residenziali privati
Lasso temporale	Giugno 2009 – giugno 2014
Risultati principali	A novembre 2014, 619 edifici residenziali con 22.676 appartamenti sono stati rinnovati a standard moderni con notevoli risparmi energetici.
Effetto leva	3.76x (effetto leva dei fondi del FESR)
Tasso di assorbimento	94.76 % (alla fine del 2013) Tale tasso e' calcolato come fondi erogati ai destinatari finali divisi per fondi disponibili attraverso il PO
Tassi di re-investimento	8%
Fonte: FI-Compass, Renovation loan programme Case Study, 2015.	

I *Renovation Loan Programme* in Estonia, è stato sviluppato da KredEx (Estonian Credit and Export Guarantee Fund) insieme a KfW Bankengruppe e al Ministero degli Affari economici e delle comunicazioni che agiscono come Autorità di Gestione. La KredEx e' un'istituzione finanziaria pubblica.

Lo scopo dello strumento finanziario era quello di assistere la ristrutturazione di edifici residenziali e migliorarne l'efficienza energetica dal 20 al 30%. Le risorse finanziarie del FESR, pari a 17,7 milioni di euro, ed un prestito concesso dalla Banca di sviluppo del Consiglio d'Europa (CEB) di 28,8 milioni di euro hanno permesso a KredEx di consentire alle banche estoni di concedere prestiti più favorevoli con periodi di rimborso più lunghi (fino a 20 anni) per l'efficienza energetica degli edifici residenziali.

Nell'ambito di questo SF, un fondo centrale di rotazione, composto da fondi provenienti dal FESR e da prestiti della CEB, è stato combinato con il fondo nazionale per l'alloggio del Credit and Export Guarantee Fund (KredEx). Questo sistema aveva come fine ultimo

quello di fornire una garanzia per prestiti a lungo termine, a basso interesse (del 4,5%, rispetto al tasso di mercato del 7%) erogati da banche commerciali locali per interventi di riqualificazione dei condomini costruiti prima del 1993. Al proprietario veniva richiesto un contributo del 15%.

Per esempio uno degli edifici che ha beneficiato del *Renovation Loan Programme*, il Sõpruse 202, in un solo anno ha migliorato la sua efficienza energetica del 63%. Si trattava di un edificio di 162 appartamenti situato a Tallinn e costruito negli anni '70. Il valore aggiunto offerto dallo SF e' stato in particolare quello di riuscire a trovare un accordo tra tutti i proprietari dei vari appartamenti, in quanto l'uso dello strumento stesso e le procedure in questione sono state considerate semplici rispetto alla "politica interna delle associazioni di condomini", secondo il presidente Sõpruse 202. Inoltre, il sostegno in termini di *coaching* offerto da KredEx durante le fasi di progettazione e' stato un fattore importante per il successo del progetto.

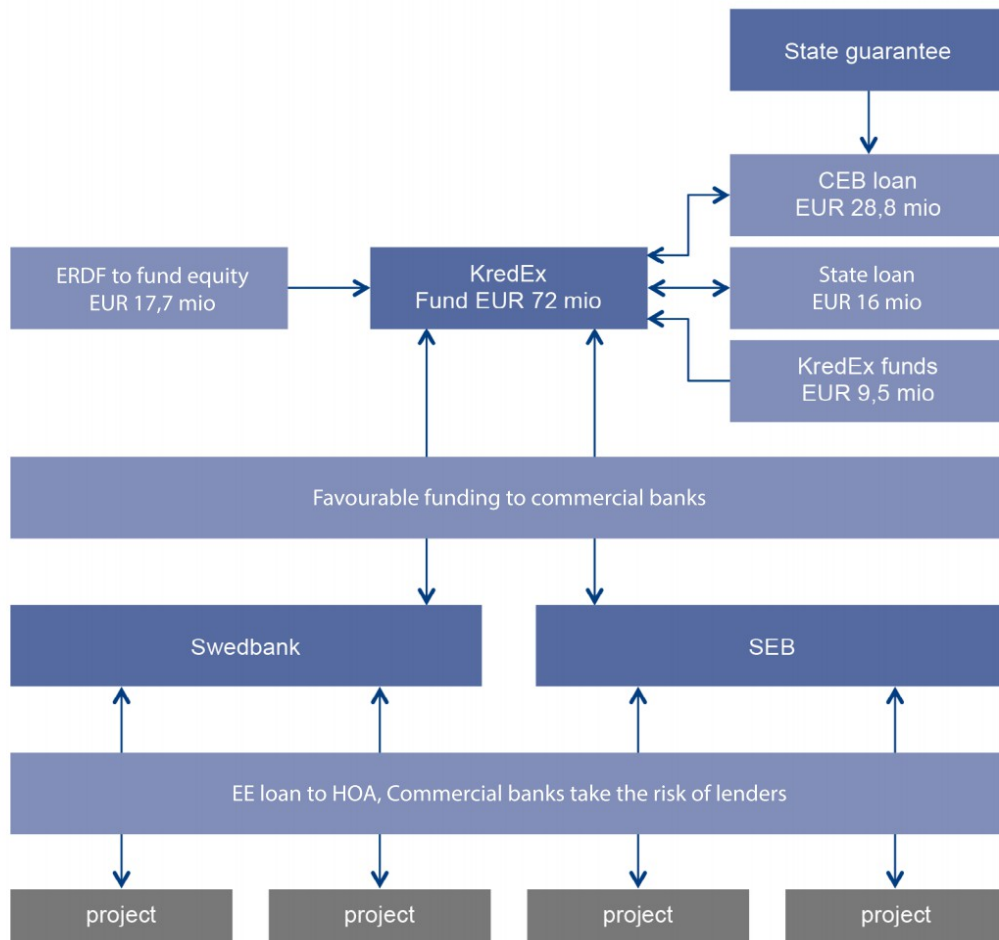
La creazione dello strumento finanziario, i finanziamenti ed i partner

KredEx e' un fondo di garanzia istituito nel 2001 per sostenere lo sviluppo estone tramite la concessione di garanzie statali sui prestiti alle imprese e garanzie sui prestiti per alloggi. Inoltre KredEx gestisce altri SF quali prestiti e partecipazioni da fondi nazionali, FESR o FSE. Data l'esperienza in materia di SF e di gestione dei fondi di coesione, nel 2009 KredEx è stato nominato gestore di fondi per il finanziamento del piano di ristrutturazione. Come istituzione, il fondo agisce nell'interesse pubblico e i suoi prodotti sono destinati per affrontare i fallimenti del mercato e per colmare le lacune di finanziamento nel mercato del credito.

Nello specifico, lo strumento finanziario in oggetto era costituito da un prestito per la ristrutturazione che poteva essere combinato con una sovvenzione fino al 50% per l'audit energetico e da una sovvenzione in forma di sconto del 15%, 25% o 35% del prestito principale a seconda dell'efficienza energetica raggiunta. KredEx ha erogato i fondi pubblici e privati di questo SF attraverso due banche private che hanno offerto prestiti privilegiati ai proprietari degli appartamenti.

L'illustrazione qui di seguito fornisce una sintesi del sistema complessivo di finanziamento relativo a questo SF ed al ruolo degli *stakeholder* partecipanti nella canalizzazione di questi fondi per i progetti di ristrutturazione. KredEx, in qualità di *holding fund manager*, si e' incaricato di raccogliere tutti i contributi dei partner. I finanziamenti ammontavano a 17,74 milioni di EUR dal FESR, ad un prestito CEB di 28,8 milioni di euro garantito dallo Stato, ad un prestito di tesoreria statale di 16 milioni di euro e 4,2 milioni di euro investito da KredEx stesso in fase di avvio dello strumento.

Figura 1: Illustrazione di come è stato organizzato lo strumento finanziario



Fonte: KredEx, 2014

Risultati

Lo strumento finanziario ha raggiunto il 40% di risparmio energetico nei 619 blocchi di appartamenti finanziati. I 17,7 milioni di euro del FESR per questo strumento hanno indotto 72 milioni di euro in prestiti (incluso il riutilizzo delle risorse rimborsate) per le associazioni di appartamenti, con un tasso medio di interesse del 3,94%.

Alla fine di settembre 2014 sono stati stipulati 640 accordi individuali per 619 edifici contenenti 22.676 appartamenti. I prestiti complessivi sono stati pari a 72 milioni di euro e la media è stata pari a 112.556 euro. L'investimento complessivo è stato pari a 99,6 milioni di euro. Lo strumento finanziario copriva 1.457.651 mq, con una dimensione media di progetto di 2.359 mq. Il progetto medio è stato di 36,6 appartamenti costruiti in media nel 1970. Il tasso medio di interesse è stato del 3,94% e il risparmio energetico medio è stato del 40,15%.

La combinazione di prestiti e sovvenzioni ha permesso di affrontare un'urgente necessità in Estonia ed è stata implementata in modo efficiente grazie a chiare regole e linee guida per banche e destinatari. L'orientamento e la consulenza del gestore del fondo di partecipazione è stato cruciale nel mostrare ai beneficiari potenziali i vantaggi di questo schema.

Tra le note negative di questo SF e' stata evidenziata la lunghezza eccessiva dei negoziati con la Commissione, la complicata e costosa amministrazione dello strumento finanziario. La difficoltà maggiore che e' stata riscontrata nell'implementazione dello SF e' stata quella di raggiungere un accordo con la maggioranza dei proprietari all'interno dei complessi condominiali per approfittare dello strumento finanziario.

Lo SF non e' stato riproposto nella programmazione 2014-20 per via del miglioramento dell'accessibilità al finanziamento privato. Prestiti a tassi di interesse molto bassi sono infatti ora offerti dalle banche commerciali, quindi non esiste una reale necessità di questo tipo di intervento. Lo strumento finanziario ha contribuito in parte all'ampliamento del mercato dei prodotti finanziari per lavori di ristrutturazione. I proprietari di appartamenti ora hanno più opzioni di finanziamento rispetto a prima. Infine, qualora le condizioni di mercato dovessero peggiorare come nel 2009, l'autorità di gestione disporrebbe ora di uno SF che potrebbe essere reso operativo in tempi molto contenuti.

4.3 Gli strumenti finanziari off-the-shelf innovativi

L'11 luglio 2016 la Commissione ha lanciato due nuovi strumenti finanziari *off-the-shelf*, attraverso l'atto di esecuzione che istituisce i due nuovi strumenti finanziari 'standardizzati', [il Regolamento di esecuzione \(UE\) 2016/1157](#). Quest'ultimo modifica, integrandolo, il precedente [Regolamento di esecuzione \(UE\) N. 964/2014](#) della Commissione dell'11 settembre 2014.

Il primo SF proposto e' uno **strumento di co-investimento**, che "assume la forma di un fondo di capitale azionario gestito da un intermediario finanziario che investe i contributi del programma dei fondi strutturali e di investimento europei (fondi SIE) in piccole e medie imprese (PMI). Lo strumento di coinvestimento attira ulteriori investimenti nelle PMI attraverso un approccio di partenariato con coinvestitori privati in base ad accordi conclusi caso per caso".³⁵

Finalizzato alla fornitura di finanziamenti per le start-up e le PMI, tale SF punta a fare in modo che queste ultime siano in grado di svilupparsi secondo un proprio modello aziendale e di attrarre finanziamenti aggiuntivi attraverso un organismo di investimento collettivo. L'investimento totale, comprensivo di risorse pubbliche e private, può ammontare fino a 15 milioni di euro per ciascuna PMI.

35 Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1157 della Commissione dell'11 luglio 2016, art. 8-bis.

Case Study: SAS JEREMIE Languedoc-Roussillon Francia

Nel periodo 2007-2013, [SAS JEREMIE](#) è stato un esempio di SF di co-investimento (equity) di successo che si è avvalso del FESR per attirare capitale privato ed investire nelle PMI altamente innovative presenti nella regione francese del Languedoc-Roussillon, oggetto dell'intervento.

L'investimento complessivo ammonta a 11 milioni di euro, di cui 5,5 milioni di euro provenienti dal FESR. Scopo dell'investimento, quello di promuovere l'innovazione, la crescita e la competitività dell'economia regionale, attraendo co-investimenti privati ed accelerando la crescita delle PMI nella regione francese in questione.

Attraverso SAS JEREMIE si investe in capitale di rischio con un focus particolare sulle giovani imprese ad alto potenziale, soprattutto nei settori di tecnologia, informazione e sanità. Si tratta di un fondo di partecipazione, o "*holding fund*", che offre anche prestiti e garanzie per le imprese nelle varie fasi del loro sviluppo.

Le aziende che hanno aderito allo SF dal 2010 sono 21, le quali hanno beneficiato di una partecipazione nel loro capitale ed in una condivisione del rischio. Due di queste aziende hanno raccolto capitali in Borsa.

Il Fondo per lo sviluppo urbano, "assume la forma di un fondo di credito costituito e gestito da un intermediario finanziario con contributi del programma dei fondi SIE e con la mobilitazione di un cofinanziamento pari ad almeno il 30 % apportato dall'intermediario finanziario e dai co-investitori. Il fondo per lo sviluppo urbano finanzia e sostiene l'attuazione di progetti di sviluppo urbano in zone assistite che sono designate in una carta degli aiuti a finalità regionale per il periodo che va dal 1 luglio 2014 al 31 dicembre 2020 in conformità all'articolo 107, paragrafo 3, lettere a) e c), del trattato, mobilitando inoltre co-investimenti provenienti da fonti private".³⁶

Tale SF è finalizzato al finanziamento di progetti urbani sostenibili in ambiti quali, il trasporto pubblico, l'efficienza energetica o la riqualificazione degli spazi urbani. I progetti devono essere finanziariamente validi e rientrare in una strategia di [sviluppo urbano sostenibile integrato](#).

Combinando risorse pubbliche e private, l'investimento totale può ammontare fino a 20 milioni di euro per progetto. Il sostegno assume la forma di un fondo di credito gestito da un intermediario finanziario con risorse dei fondi SIE e un contributo di almeno il 30% proveniente da capitali privati. Un [Fondo per lo sviluppo urbano](#) di questo tipo è stato sviluppato a Pomorskie, in Polonia, nel periodo 2007-2013.³⁷

³⁶ Regolamento di esecuzione (UE) 2016/1157 della Commissione dell'11 luglio 2016, art. 8-ter.

³⁷ Un dettagliato case study relativo a questo SF è disponibile al link https://www.fi-compass.eu/sites/default/files/publications/casestudy_urban_development_fund_in_pomorskie_poland.pdf

5. Riferimenti principali

- Sito web di 'fi-compass', la piattaforma per i servizi di consulenza sugli strumenti finanziari degli ESIF: <http://www.fi-compass.eu/>
- European Structural and Investments Funds 2014-2020, Official Text and Commentaries, http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docgener/guides/blue_book/blueguide_en.pdf
- Politica di coesione e fondi strutturali: <http://www.guidaeuroprogettazione.eu/guida/guida-europrogettazione/categorie-di-finanziamento-2014-2020/fondi-strutturali/>
- Legislazione dei fondi strutturali e di investimento: http://ec.europa.eu/regional_policy/it/information/legislation/regulations/
- Filipa AZEVEDO and Diána HAASE (ottobre 2016), *Policy Department B: Structural and Cohesion Policies European Parliament, Study for REGI Committee - Financial instruments in the 2014-20 programming period: First experiences of Member States.*
- Fi Compass (2015) *Introduzione agli strumenti finanziari nell'ambito del Fondo Sociale Europeo, Progredire con gli strumenti finanziari ESIF.*
- FI-Compass (2015), *Renovation loan programme Case Study*, https://fi-compass.eu/sites/default/files/publications/case_study_renovation_loan_programme_estonia_0.pdf.
- Guida di riferimento per le AdG sugli SF nei programmi ESIF: http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/thefunds/fin_inst/pdf/fi_esif_2014_2020.pdf
- *Appendix 1: Financial Instruments Guide: Setting up and implementing Financial Instrument*, http://www.eib.org/attachments/documents/jessica_strategic_udf_appendix%201_en.pdf.
- Fi Compass (2015), *Financial Instruments Products, Loans, Guarantees, Equity and quasi-equity*, *ficompas*.
- European Commission (2014), *Guidance for Member States on Financial Instruments – Glossary*, *European Commission*.
- EPRS (2017), *Margaras V, Challenges for EU Cohesion Policy, Issues in the forthcoming post-2020 Reform.*

- Corte dei Conti europea (2016), *Relazione speciale, L'esecuzione del bilancio UE tramite gli strumenti finanziari: insegnamenti utili del periodo di programmazione 2007-2013*.
- *Programma operativo nell'ambito dell'obiettivo "investimenti in favore della crescita e dell'occupazione"*, POR PA Trento FESR, decisione della Commissione Europea numero 905 del 12 febbraio 2015.