

LO SVILUPPO DELLA FINANZA ALTERNATIVA AL CREDITO BANCARIO: UNA SFIDA
PER LE POLITICHE REGIONALI

Luca ERZEGOVESI¹

SOMMARIO

Il paper propone un'analisi preliminare dell'impatto dei nuovi orientamenti comunitari in materia di *risk finance* sulla progettazione di misure a sostegno della finanza d'impresa a livello regionale e nazionale, con particolare riferimento alle iniziative riguardanti i cosiddetti minibond, titoli di debito emessi di società con azioni non quotate in Borsa. In particolare, si intende verificare se le forme innovative di finanziamento con supporto pubblico siano capaci di creare valore rispetto alle misure tradizionali basate sul credito bancario grazie alla capacità di rimuovere "fallimenti del mercato" al fine di sbloccare progetti di sviluppo altrimenti non finanziabili, con un effetto moltiplicativo più forte delle risorse pubbliche assorbite.

L'analisi si articola in tre parti: (a) interpretazione degli orientamenti UE sulla *risk finance*, con particolare riferimento all'efficacia delle regole di *risk sharing* tra investitori pubblici e privati; (b) rassegna di alcune esperienze pilota nell'ambito delle garanzie su emissioni di minibond e co-finanziamento di fondi chiusi di *private equity* e *private debt*; (c) diagnosi della funzionalità dei nuovi strumenti e prospettive di sviluppo.

¹ Dipartimento di economia e management, Università di Trento, via Inama 5, 38122, Trento, e-mail: luca.erzegovesi@unitn.it.

INDICE

1. Introduzione.....	2
2. Il quadro politico e normativo in materia di aiuti di Stato alla finanza d'impresa.....	3
2.1. La nuova filosofia degli aiuti comunitari al finanziamento del rischio.....	5
2.2. I principali regimi di aiuto comunitari applicabili al finanziamento delle imprese.....	7
2.3. Applicazione dei regimi senza notifica: de minimis e regolamento generale di esenzione per categoria.....	8
2.4. Applicazione dei regimi con notifica: gli orientamenti sugli aiuti di Stato per il finanziamento del rischio.....	10
2.5. Riepilogo dei regimi di aiuto rilevanti per il mercato dei minibond.....	12
3. La concessione di garanzie pubbliche agli investitori: gli interventi del Fondo centrale di garanzia per le PMI.....	12
4. La promozione di fondi chiusi di investimento specializzati.....	15
4.1. I fondi per il private debt promossi dalla Cassa depositi e prestiti e dalla SACE.....	16
4.2. I fondi di private debt territoriali nella Regione Trentino - Alto Adige.....	17
5. Conclusioni.....	20
6. Bibliografia.....	21

1. Introduzione

In diversi paesi dell'Unione Europea, tra cui l'Italia, i Governi hanno promosso i canali di finanziamento alternativi al credito bancario con riforme della normativa dei mercati e degli intermediari finanziari, accompagnate da aiuti finanziari pubblici di varia natura. Nella prospettiva più ampia delle politiche comunitarie di valenza strategica, le misure basate sulla finanza innovativa (attraverso sistemi di garanzia, fondi di investimento chiusi, cartolarizzazioni) assumono un ruolo centrale e di importanza crescente. In questo paper, si inquadrano le finalità e la *ratio* degli interventi di tale natura nell'ambito del quadro politico e normativo in materia di aiuti di Stato alla finanza d'impresa.

Si approfondiscono, in particolare, i programmi e le iniziative che riguardano i cosiddetti minibond. Per minibond², si intendono i titoli di debito a medio-lungo termine emessi da società con azioni non quotate in mercati regolamentati avvalendosi del regime civilistico e fiscale, più favorevole, prima riservato agli emittenti quotati, senza dover sottostare pienamente agli adempimenti previsti per questi ultimi dalla normativa sui mercati finanziari. Al concetto di minibond non corrisponde tanto una nuova fattispecie giuridica di titolo, quanto piuttosto un nuovo *habitat* normativo e di mercato, disegnato con un pacchetto di norme contenute nei due “Decreti crescita” del 2012 (art. 32 del decreto-legge n.83 del 22 giugno 2012 – convertito nella legge n. 134 del 7 agosto 2012 – e art. 36 del decreto-legge n.179 del 18 ottobre 2012 – convertito nella legge n. 221 del 17 dicembre 2012), integrate successivamente dal “Decreto Destinazione Italia” del 2013 (art. 12 del decreto-legge n. 145 del 23 dicembre 2013 – convertito nella legge n. 9 del 21 febbraio 2014), e dal “Decreto competitività” (art. 21 del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91 - convertito nella legge 11 agosto 2014, n. 116).

Al fine di contestualizzare i singoli strumenti agevolativi, si descrive preliminarmente il quadro normativo in materia di aiuti di Stato alle imprese nell'Unione Europea e la sua evoluzione nell'ultimo decennio. A seguire, si illustrano alcuni programmi recentemente avviati per promuovere lo sviluppo del mercato italiano dei minibond. Tali misure sono riconducibili a due tipologie: la concessione di garanzie pubbliche agli investitori e la promozione di fondi di investimento specializzati. Le iniziative analizzate sono ancora ad uno stadio di diffusione iniziale, e non consentono pertanto un'analisi sistematica né conclusioni

² Per un esame della disciplina, della struttura e del funzionamento del mercato dei minibond si rinvia a (Broccardo, Erzegovesi e Mazzuca, 2014; Calugi, Morelli e Paglietti, 2014; Meiani, Rizzi e Sabatini, 2015).

sulla loro efficacia. Le evidenze aneddotiche che si possono già oggi raccogliere consentono comunque di trarre ipotesi interessanti sui meriti e sui limiti di questi programmi.

2. Il quadro politico e normativo in materia di aiuti di Stato alla finanza d'impresa

Le norme fondamentali in materia di “*Aiuti concessi dagli Stati*” risalgono all’articolo 92 del Trattato di Roma del 1957 (Comunità Economica Europea, 1957), rinumerato come articolo 87 del Trattato istitutivo della Comunità Europea come modificato dagli accordi di Maastricht del 1992 (European Union, 1992). Le norme oggi vigenti promanano dal Trattato sul funzionamento dell’Unione Europea, che all’articolo 107 fissa il principio per cui gli aiuti di Stato alle imprese sono per principio vietati, se di impatto tale da alterare le condizioni di concorrenza sul mercato unico. Tuttavia (in alcuni casi previsti dal Trattato medesimo) la tutela della concorrenza arretra a vantaggio di altri interessi prioritari.

Dopo gli accordi di Maastricht, che hanno segnato l’avvio del processo di Unione monetaria, la materia degli aiuti ha assunto maggiore criticità nelle politiche industriali dei Paesi, come l’Italia, nei quali veniva meno in prospettiva la leva della svalutazione competitiva del cambio, e dove anche si riducevano gli spazi per gli interventi a favore delle aree meno sviluppate. Le politiche di sostegno finanziario alle imprese si sono pertanto riconfigurate negli spazi lasciati aperti dalle regole europee sugli aiuti di Stato, che per la criticità assunta sono state applicate in maniera più stringente e pervasiva.

Le norme generali sulle misure di aiuto si applicano ai casi meno impattanti, per i quali sono fissate condizioni oggettive di ammissibilità dell’aiuto: se queste sussistono non occorre un’autorizzazione *ex ante* della Commissione e gli aiuti possono essere concessi. Negli altri casi in cui l’effetto sulla concorrenza è potenzialmente più rilevante, occorre la valutazione nel merito e l’autorizzazione della Commissione. Come si precisa in seguito sono previsti diversi meccanismi di esenzione dal divieto o dall’obbligo di notifica alla Commissione europea, principalmente gli aiuti *de minimis* (limitati nel valore corrisposto per singolo beneficiario e quindi nei possibili effetti distorsivi della concorrenza) e i regolamenti generali di esenzione, che fissano percentuali massime di aiuto sul valore dei progetti finanziati, stabiliti in base alla rispondenza del loro oggetto a interessi prioritari riconosciuti dall’UE, come ad esempio la coesione territoriale a favore delle aree meno sviluppate, o il sostegno alle PMI³ in ragione del loro contributo alla libertà di iniziativa economica e all’occupazione.

A motivo del loro maggior impatto, è più difficile varare aiuti a favore delle imprese di medie e di grandi dimensioni, che facilmente superano le dimensioni massime delle PMI, o hanno fabbisogni eccedenti i limiti di importo unitario degli interventi consentite dai meccanismi di esenzione. In risposta a questi ostacoli, gli Stati (e gli enti pubblici territoriali) hanno innovato le forme di aiuto pubblico per rendere compatibili con le regole UE il sostegno a imprese giudicate prioritarie per le economie nazionali e regionali. Le forme tradizionali di incentivo, più semplici (contributi in conto interessi e in conto spesa di investimento) sono state affiancate e talora sostituite da forme relativamente nuove, che comportano erogazioni effettive soggette a fattori aleatori (garanzie creditizie e capitale di rischio). Per queste forme innovative i Governi nazionali hanno fatto pressioni per ottenere nuove fattispecie di esenzione o metodologie favorevoli, nel senso della stima di una più bassa intensità di aiuto pubblico, e quindi per aumentare i sussidi massimi

³ La definizione di PMI nella normativa europea è quella contenuta nella Raccomandazione della Commissione in materia del 2003 (European Commission, 2003). All’interno della categoria delle PMI si individuano tre sottocategorie così delimitate:

Sotto-categoria	Occupati	Ricavi	oppure	Totale attività
Medie imprese	< 250	≤ € 50 milioni		≤ € 43 milioni
Piccole imprese	< 50	≤ € 10 milioni		≤ € 10 milioni
Micro imprese	< 10	≤ € 2 milioni		≤ € 2 milioni

erogabili a favore dei propri *stakeholder* territoriali nel rispetto dei *plafond* stabiliti dall'UE per la suddetta intensità di aiuto. L'intensità dell'aiuto è misurata dal c.d. equivalente sovvenzione lordo (ESL), che stima il vantaggio ottenuto dall'impresa beneficiaria dell'aiuto e lo esprime come importo monetario equivalente a una sovvenzione diretta liquidata in unica soluzione al momento della concessione al lordo della tassazione. Ad esempio, l'ESL di un contributo in conto interessi su un mutuo si calcola come valore della serie di flussi attesi per contributi, attualizzati a un tasso di riferimento stabilito dalla Commissione Europea.

Anche i limiti alla spesa in deficit conseguenti alle regole di Maastricht hanno indotto i Governi a innovare tecnicamente i programmi di aiuto al fine di aumentarne la leva di impatto rispetto alle risorse stanziare o spese. Questo scopo è stato raggiunto soprattutto con i programmi di garanzia statale, sfruttando l'elasticità delle regole contabili che consente di sottostimare *ex ante* l'impatto delle garanzie sulle passività del settore pubblico. Infatti, ai sensi dei manuali Eurostat (Eurostat, 2014, VII.4), il rilascio di garanzie pubbliche produce un impatto sulla spesa e sull'indebitamento netto al momento dell'eventuale escussione, e non quando la passività contingente viene assunta. Come si precisa in seguito la concessione di garanzie pubbliche può rappresentare aiuto di Stato quando il costo applicato al beneficiario è inferiore a un premio congruo di mercato. In tal caso la differenza tra premio di mercato e costo applicato è un trasferimento che deve essere imputato come spesa sul bilancio pubblico. Per lo stesso *corpus* di regole di contabilità nazionale, anche l'investimento di denaro pubblico in passività finanziarie emesse dalle imprese non comporta aumento del *deficit* se si dimostra che avviene a valori equi di mercato; tale concessione facilita il co-finanziamento pubblico di veicoli di investimento in strumenti di *risk finance*.

La ricerca di nuove vie per sostenere i sistemi produttivi nazionali non si è basata soltanto sull'innovazione tecnica degli strumenti di aiuto. I Governi hanno anche creato (o potenziato) degli intermediari dedicati, principalmente le c.d. **banche pubbliche di investimento (BPI, dette anche banche di sviluppo)**. Tali intermediari hanno la missione di canalizzare capitali a costo ridotto verso l'economia (imprese e investimenti infrastrutturali) sfruttando la capacità di emettere debito di alta qualità, in quanto garantito esplicitamente o implicitamente dallo Stato, tuttavia escluso dal perimetro dell'indebitamento pubblico ai fini del Patto di stabilità grazie all'attenta configurazione dell'assetto societario degli emittenti e alla loro eccellente capitalizzazione. Come esempi di BPI possiamo citare la KfW in Germania (www.kfw.de) o la Bpifrance in Francia (<http://www.bpifrance.fr>), o la più giovane British Business Bank nel Regno Unito (<http://british-business-bank.co.uk>). In Italia, si sono attivate funzioni analoghe all'interno della Cassa Depositi e Prestiti (v. oltre 4.1).

La crisi finanziaria globale ha condizionato pesantemente le politiche di aiuto alle imprese (Bassanini, 2012; Brancati, 2015). Inizialmente, lo scoppio della crisi ha costretto gli Stati e l'UE a introdurre regimi di aiuto straordinario favore delle imprese (European Commission, 2008b) e degli intermediari creditizi (European Commission, 2008a). Successivamente, i regimi straordinari sono stati corretti o disattivati, nel presupposto di aver superato la fase più acuta della crisi.

Il quadro normativo dell'UE in materia di aiuti è tuttora in evoluzione: nel 2012 la Commissione ha emanato una Comunicazione sulla modernizzazione degli aiuti di Stato (European Commission, 2012) nella quale si sottolinea la minaccia portata dalla crisi all'integrità del mercato unico, per il rischio crescente di reazioni anti-concorrenziali. I governi nazionali sono stati sollecitati a intervenire in misura crescente per tutelare i membri più deboli della società e per promuovere la ripresa. Le azioni intraprese per rispondere a queste istanze hanno messo sotto pressione i bilanci degli Stati membri. Con la crisi si è allargato il divario tra Stati per quanto riguarda i margini di manovra per finanziare le politiche anti-recessive. In questo contesto, il controllo sugli aiuti di Stato a livello comunitario assume una valenza più vasta e deve conciliare obiettivi molteplici. La Comunicazione in questione ne individua tre: i) promuovere la crescita in un mercato interno competitivo; ii) concentrare i controlli sui casi con maggiore impatto sul mercato interno; iii) razionalizzare le norme e accelerare i tempi di decisione. Nel contempo, la Commissione sottolinea come il

controllo degli aiuti favorisca una migliore qualità delle finanze pubbliche attraverso l'uso più efficiente delle risorse rispetto agli obiettivi di stimolo della crescita.

Per effetto della stratificazione temporale degli interventi, in risposta a urgenze e priorità mutevoli, l'attuale quadro delle politiche a sostegno del finanziamento delle PMI in Europa si presenta molto vario e differenziato, (come emerge dalla rassegna di Lugaresi, 2015).

Nel nuovo scenario, le misure di aiuto basate sulla finanza innovativa hanno assunto un ruolo cruciale. Se negli anni precedenti la crisi (come prima accennato) l'ingegneria finanziaria era uno strumento per dispensare maggiori aiuti in un contesto di finanza pubblica generosa, nel periodo successivo è diventata la leva per ottenere un maggior impatto sugli investimenti e sulla crescita dall'impegno di risorse pubbliche scarse, anche grazie al coinvolgimento di capitali privati. Questa visione è alla radice del c.d. "Piano Juncker" che la Commissione Europea sta varando. Il primo importante passo di tale strategia è l'istituzione, nel gennaio 2015, del Fondo Europeo di Investimento Strategico (European Fund for Strategic Investment, EFSI, (European Commission, 2015a), che ha come nucleo centrale un fondo di garanzia comunitario di 8 miliardi di euro gestito dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI, <http://www.eib.org>).

2.1. La nuova filosofia degli aiuti comunitari al finanziamento del rischio

Per meglio comprendere le misure specifiche a favore dei minibond, si esaminano preliminarmente le linee guida ad esse pertinenti (quelle sul c.d. "finanziamento del rischio", in inglese *risk finance*) dell'Ue e i principali provvedimenti che regolano i regimi di aiuto ad esse applicabili.

Con la Comunicazione del gennaio 2014 (European Commission, 2014b), la Commissione Europea ha introdotto un nuovo *rule book* che modifica profondamente il quadro di regole sugli **aiuti al finanziamento del rischio (*risk finance*)**. Questa misura è parte della strategia più vasta, prima ricordata, di rilancio del finanziamento a lungo termine dell'economia e delle infrastrutture, all'interno del quale si propone il rafforzamento e la diversificazione dei canali di finanziamento non bancari delle imprese come rimedio al fenomeno del *deleveraging* imposto dal dopo-crisi. Tra le azioni di questo ampio disegno rientra la promozione di mercati come quello dei minibond. Le idee che stanno alla base del ridisegno delle politiche pubbliche in questo ambito si ritrovano in rapporti elaborati tra il 2011 e il 2015 presso le maggiori istituzioni e *forum* finanziari internazionali, come l'OCSE (Wehinger, 2012; OECD, 2015), il Group of Thirty (G30 Working Group, 2013), il gruppo di esperti incaricato dalla Commissione Europea (Giovannini e Moran, 2013), la Banca Europea degli Investimenti (European Investment Bank, 2013; European Investment Bank, 2015), solo per citarne alcuni. Su queste basi, sono maturati approfondimenti e iniziative a livello nazionale, come l'Indagine conoscitiva parlamentare sugli strumenti finanziari (Camera dei Deputati, 2011), il progetto RELTIF di Assonime (Giovannini et al., 2015), e il rapporto sulla "Finanza per la crescita" promosso dal Ministero per lo Sviluppo Economico (Ambrosetti Club, 2015). Il processo di rafforzamento dei canali non bancari trarrà ulteriore impulso dalle iniziative per la *Capital Markets Union* (Lannoo, 2015), sulle quali la Commissione ha pubblicato un *green paper* nel febbraio 2015 (European Commission, 2015b).

I nuovi Orientamenti puntano a promuovere la creazione e l'espansione di nuove imprese, in particolare di quelle innovative e a forte crescita, attraverso la rimozione dei vincoli al loro finanziamento. Infatti le imprese innovative possono incontrare difficoltà nella raccolta di capitali per un problema di asimmetrie informative che impedisce all'offerta di soddisfare la domanda a un prezzo accettabile. Le difficoltà di accesso ai finanziamenti producono esternalità negative sulla crescita economica che vanno al di là della singola impresa, poiché impediscono alle imprese più efficienti e tecnologicamente avanzate di svilupparsi a scapito di quelle meno efficienti o con prodotti obsoleti, con un effetto depressivo sulla produttività dei fattori. Pertanto, la carenza di finanziamenti per le imprese innovative e a forte crescita può essere considerata un fallimento del mercato che giustifica misure di sostegno pubblico, tra cui aiuti di Stato intesi a mobilitare capitale privato altrimenti non accessibile.

Le nuove politiche in materia di aiuti alla *risk finance* sono l'effetto di una causa più generale, che possiamo ricondurre al ripensamento delle politiche industriali nei paesi economicamente progrediti. Tale rivisitazione è ben riassunta in (Aghion, Boulanger e Cohen, 2011): le politiche industriali tradizionali hanno preso in passato una cattiva nomea laddove si traducevano nella scelta pretenziosa da parte dei *policy makers* dei settori “vincenti”, nei quali spingere l'affermazione di “campioni nazionali” con aiuti massicci e inevitabilmente distorsivi della concorrenza. Da questa diagnosi nasce la contrapposizione tra politica industriale e regolazione della concorrenza, risolta nell'Unione Europea con una scelta decisa a favore della seconda.

Tre fattori hanno portato a ridiscutere la messa al bando della politica industriale: (a) il cambiamento climatico, e la conseguente priorità della diffusione di tecnologie pulite in un sistema produttivo che per gli incentivi di mercato resterebbe dipendente dalle tecnologie “sporche”; (b) la crisi finanziaria, e la particolare gravità con la quale si è manifestata in settori non esposti alla concorrenza internazionale (primo fra tutti l'edilizia) per colpa del lassismo nella concessione del credito, chiaro fallimento del mercato dei finanziamenti che ha allo stesso tempo penalizzato le imprese a maggior potenziale di crescita; (c) l'affermazione della potenza industriale della Cina anche grazie al sostegno dello Stato con tutte le leve di *policy* (gruppi industriali di proprietà pubblica, credito di banche pubbliche, investimenti in infrastrutture, ecc.). L'Unione Europea ha dovuto rispondere a queste tre sfide rilegittimando, a sua volta, la politica industriale, ma in un'ottica non più confliggente, bensì complementare, rispetto alla tutela della concorrenza. La strategia di risposta si è tradotta in programmi di aiuto settoriale, finalizzati a sostenere la crescita non di “campioni nazionali”, bensì di una pluralità di imprese ad alto potenziale di crescita operanti in settori concorrenziali.

Nel nuovo quadro, cambia radicalmente la gerarchia delle priorità di intervento: salgono ai primi posti le iniziative funzionali al raggiungimento di obiettivi vitali (come la tutela dell'ambiente e del clima), e quelle che contribuiscono di più alla crescita e alla competitività delle produzioni europee sui mercati internazionali. Di contro si declassano le motivazioni di sostegno generico agli investimenti e al reddito, e anche quelle di riequilibrio territoriale. Pescando in un *milieu* culturale così rinnovato, i nuovi Orientamenti sul finanziamento del rischio puntano a rimuovere le barriere che bloccano l'afflusso di capitale verso i settori prioritari, nella speranza di compensare lo svantaggio dei paesi europei rispetto ai principali *competitor*, favoriti vuoi dallo sviluppo ben più avanzato della finanza di mercato (Stati Uniti), vuoi dalla mano pesante dallo Stato nel sostegno finanziario all'economia (Cina).

Le linee guida del 2014 si basano su una diagnosi del *funding gap* molto diversa da quella sottesa alle precedenti linee guida emanate dalla Commissione nel 2006, che erano focalizzate sugli aiuti di Stato per promuovere l'apporto di capitale di rischio nelle PMI (European Commission, 2006b), applicate in Italia nel 2010 attraverso un apposito Regime di aiuto sul capitale di rischio autorizzato dalla Commissione Europea (Ministero dello Sviluppo Economico, 2010b). Nel decennio precedente l'attuale, si riteneva che il *funding gap* colpisse le PMI con alto potenziale di crescita, limitatamente alle fasi di sviluppo iniziale. Gli aiuti erano pertanto riservati a questa tipologia di imprese, e ai finanziamenti mediante *equity*. La contrazione dell'offerta di credito bancario ha allargato il perimetro delle imprese razionate, che attualmente comprende non soltanto quelle nel *seed/start up stage*, ma anche quelle che si trovano nelle fasi successive di sviluppo ed espansione: per le seconde si rileva un divario negativo tra fabbisogno per investimenti e capitali raccolti da investitori professionali. Il nuovo regime della *risk finance* consente di supportare senza soluzione di continuità le nuove imprese dalla loro creazione fino alla loro affermazione come *global player*, aiutandole a superare le fasi intermedie critiche (la cosiddetta “valle della morte”) nelle quali il finanziamento privato non è accessibile per nulla o nelle quantità e forme richieste (European Commission, 2014c).

Come prima accennato, negli Orientamenti sul capitale di rischio del 2006, gli aiuti erano prevalentemente indirizzati agli apporti di *equity*, che dovevano incidere per almeno il 70% sul fabbisogno coperto. Le nuove linee guida del 2014 aboliscono questo requisito, consentendo il ricorso a una vasta

gamma di strumenti finanziari, non soltanto di *risk capital* in senso stretto (*equity*, *quasi-equity* e strumenti ibridi), ma anche di natura creditizia (prestiti e garanzie su prestiti). La gamma di strumenti finanziari è stata allargata in ossequio al principio della libertà di scelta del *mix* della struttura finanziaria, tra l'altro prendendo atto dell'affermazione in molti settori di modelli di finanziamento e assetti proprietari ad alto *leverage*. Tra le altre principali novità introdotte nel 2014, si segnala l'innalzamento del limite massimo del finanziamento ammissibile ad aiuto, nonché l'allargamento delle tipologie di imprese beneficiarie dalle sole PMI alle *small mid-cap* e alle *innovative mid-cap*, con le modalità descritte in seguito (v. 2.4).

2.2. I principali regimi di aiuto comunitari applicabili al finanziamento delle imprese

Come ricordato in precedenza, l'art. 107 del Trattato sul funzionamento dell'UE considera gli aiuti di Stato alle attività economiche in generale incompatibili con il mercato unico. La regola ammette peraltro deroghe, eccezioni ed esenzioni, in casi tassativamente identificati dal Trattato, quando gli aiuti perseguono obiettivi di interesse comune con interventi ben concepiti che mirano a carenze del mercato ben individuate, con i minori effetti distorsivi possibili. Come obiettivi di interesse comune la Comunicazione sulla modernizzazione degli aiuti di Stato (European Commission, 2012 p. 4) menziona l'innovazione, le tecnologie verdi, lo sviluppo del capitale umano, la prevenzione di danni ambientali e, in generale, la crescita, l'occupazione e la competitività europea. Gli aiuti di Stato "buoni" sono quelli che contribuiscono alla crescita economica colmando una carenza del mercato: integrano, ma non sostituiscono, gli investimenti privati; devono avere un effetto di incentivazione, ovvero stimolare i beneficiari a intraprendere attività che non avrebbero svolto in assenza di aiuti. Gli aiuti di Stato "cattivi" sono distribuzioni di benefici che non ovviano a carenze del mercato: non producono effetti incentivanti; generano uno spreco di risorse pubbliche e frenano la crescita dal momento che peggiorano le condizioni di concorrenza del mercato interno.

I principi generali per l'individuazione degli aiuti compatibili sono declinati dalla normativa comunitaria in criteri e regole contingenti, che definiscono il campo d'azione dei *policy maker* e il quadro di convenienze dei beneficiari degli aiuti (e quello dei loro *sponsor* politici, non meno condizionante). Nell'ambito dei programmi per il finanziamento delle imprese, esistono tre regimi principali entro i quali collocare le misure incentivanti:

- il **regime de minimis**, introdotto dal Regolamento (CE) n.994/98 (European Council, 1998) e attualmente disciplinato dal Regolamento (UE) n. 1407/2013 (European Commission, 2013a), che ha sostituito il precedente Regolamento (CE) 1998/2006 (European Commission, 2006a); in breve, gli aiuti in *de minimis* possono essere concessi senza notifica alla Commissione a motivo del loro importo limitato, che non può superare un massimo di 200.000 euro di Equivalente Sovvenzione Lordo, d'ora in avanti ESL, in tre anni per singola impresa beneficiaria;
- il **regolamento generale di esenzione per categoria** (d'ora in avanti RGEC, in inglese *General Block Exemption Regulation*), anch'esso introdotto dal Regolamento (CE) n. 994/98 (European Council, 1998) e oggi riconducibile al Regolamento (UE) n. 651/2014 (European Commission, 2014a), che ha sostituito il precedente Regolamento (CE) n. 800/2008 (European Commission, 2008e); il RGEC disciplina categorie standard di aiuto da ritenersi compatibili, e in quanto tali esentate dall'obbligo di notifica, e per ciascuna di esse fissa i criteri di individuazione delle attività agevolabili e i limiti massimi dell'aiuto;
- gli **aiuti soggetti a notifica** caso per caso alla Commissione in quanto non erogati in *de minimis*, né rientranti nei limiti e nei criteri del RGEC; la Commissione può pubblicare delle Comunicazioni relative a uno specifico settore di intervento nelle quali esplicita le linee guida per gli aiuti ammissibili, in modo da renderne più efficiente e guidato il processo di autorizzazione.

Nei punti che seguono consideriamo le modalità d'uso dei tre regimi sopra elencati nell'ambito delle misure di interesse per i minibond.

2.3. *Applicazione dei regimi senza notifica: de minimis e regolamento generale di esenzione per categoria*

Il **regime de minimis** ex Regolamento 1407/2013 è applicabile senza particolari vincoli di destinazione dell'aiuto, fatta eccezione per alcuni settori "sensibili" che ne sono esclusi, o altri, come l'agricoltura, trattati con regole specifiche più restrittive ex Regolamento 1408/2013 (European Commission, 2013b). Pertanto, è adottato di *default* nei casi in cui non vi è la necessità (perché l'intervento non supera i massimali *de minimis*) né la convenienza (perché non esistono altri regimi più vantaggiosi) di utilizzare i regimi alternativi o la notifica alla Commissione. Nel campo della finanza d'impresa, il *de minimis* è diffusamente utilizzato per gli aiuti in forma di prestiti o di garanzie creditizie; ad esempio, è applicato per gli interventi del Fondo centrale di garanzia per le PMI non rientranti nelle categorie del RGEC ai sensi del "Metodo nazionale" approvato dalla Commissione (European Commission, 2010) e regolato da un decreto attuativo (Ministero dello Sviluppo Economico, 2010a).

I limiti previsti dal regolamento *de minimis* vigente sono capienti rispetto alla concessione di garanzie su minibond di piccolo importo: precisamente, possono rientrarvi le garanzie, concesse ad aziende non oggetto di procedure per insolvenza, di importo non superiore all'80% del prestito sotteso e di importo garantito di 1,5 milioni di euro per una durata di 5 anni, o di 750 mila euro per una durata di 10 anni. Dato che il massimale *de minimis* è di 200 mila euro, una garanzia su prestiti a 5 anni assorbe una quota di ESL pari al 13,33% (ottenuto dal rapporto tra 200 mila e 1,5 milioni) dell'importo garantito. In alternativa, l'ESL può essere calcolato in base alla differenza tra i premi equivalenti di mercato e il costo della garanzia, oppure secondo un metodo di calcolo conforme alle regole comunitarie sugli aiuti in forma di garanzia (European Commission, 2008d), notificato dall'amministrazione incentivante alla Commissione, e da questa approvato. Il Metodo nazionale prima citato (Ministero dello Sviluppo Economico, 2010a) è un esempio di regime autorizzato di questo tipo.

Il regime *de minimis* non è invece adatto nel caso di aiuti nella forma di apporti di *equity* o *quasi-equity*, per i quali si calcola un ESL pari al totale dell'apporto (in altre parole il sussidio viene ipotizzato uguale al finanziamento ricevuto dall'impresa). In questo modo non è possibile effettuare apporti di importo superiore ai 200 mila euro su tre anni, chiaramente insufficienti per un'emittente tipo di minibond ibridi.

Il vigente **Regolamento generale di esenzione per categoria** (European Commission, 2014a) può essere sfruttato per i minibond con riferimento alla categoria degli *aiuti per l'accesso delle PMI ai finanziamenti*. Non possono essere utilizzate le altre principali categorie di aiuti alle imprese, come gli aiuti a finalità regionale agli investimenti, gli aiuti agli investimenti delle PMI, gli aiuti alla ricerca e sviluppo, essendo in tali fattispecie prevista l'erogazione di contributi diretti in conto investimento.

Ci soffermiamo sulla tipologia degli **aiuti al finanziamento del rischio** (art. 21 del RGEC), che comprende aiuti su finanziamenti a *imprese ammissibili* attraverso *intermediari finanziari* (comprese le società di gestione di fondi) concessi a *investitori privati indipendenti* (soggetti diversi dagli azionisti attuali dell'impresa, con l'eccezione delle nuove imprese, per le quali sono ammessi anche i soci fondatori).

Gli aiuti possono essere concessi a fronte di interventi effettuati in una delle seguenti *forme*:

- a) investimenti in *equity* o *quasi-equity*;
- b) prestiti;
- c) garanzie sulle perdite di investimenti per il finanziamento del rischio.

Nel caso dei minibond, possono rientrare nella tipologia in questione le emissioni di strumenti *quasi equity* (obbligazioni subordinate, partecipative o convertibili), o le emissioni di obbligazioni ordinarie, assimilabili a prestiti, dal momento che il RGEC dà a questi ultimi una definizione molto generica nella quale possono rientrare i finanziamenti contro emissione di obbligazioni.

Sono inoltre previsti incentivi fiscali a favore degli investitori privati per investimenti diretti nelle imprese, che non sono qui approfonditi.

L'importo totale del finanziamento del rischio agevolato nelle diverse forme non deve superare 15 milioni di euro per impresa ammissibile. Nel nuovo RGEC del 2014, la Commissione ha decuplicato il *plafond* al di sotto del quale non è richiesta la notifica della misura rispetto al livello previgente, pari a 1,5 milioni di euro.

Le *imprese ammissibili* sono PMI (secondo la definizione UE), non quotate nel listino ufficiale di una borsa valori (sono ammesse le imprese quotate in piattaforme alternative di negoziazione, come le MTF), che operano nello stadio iniziale del loro ciclo di vita (*seed/start up*), o che devono affrontare un progetto di espansione su nuovi prodotti o mercati che comporta un salto dimensionale.

Oltre all'investimento iniziale per l'avvio o lo sviluppo di nuovi progetti, gli aiuti possono essere concessi nel *later growth stage* per investimenti ulteriori, anche dopo sette anni dalla prima vendita, purché previsti nel piano aziendale iniziale, a condizione che l'impresa non sia diventata collegata ad un'altra impresa che abbia acquisito in essa una partecipazione significativa.

Per gli investimenti in *equity* e *quasi-equity*, possono essere concessi aiuti anche per il capitale di sostituzione solo in combinazione con un apporto di capitale nuovo pari almeno al 50% di ciascun investimento (ad esempio, in caso di offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione di azioni). Sempre per gli investimenti in *equity* e *quasi-equity*, si limita la quota dei conferimenti di capitale parcheggiata in attività liquide, che non deve superare il 30%.

Affinché una misura inquadrata nel RGEC che implica un apporto di capitale pubblico per cassa (*equity*, *quasi-equity* e prestiti) sia considerata compatibile, occorre che siano mobilitati *finanziamenti aggiuntivi da parte di investitori privati indipendenti* nella misura di *tassi di partecipazione minima* definiti dalle seguenti soglie, tanto più basse quanto maggiore è il rischio del progetto finanziato:

- a) il 10% del finanziamento concesso alle imprese che non hanno ancora effettuato la prima vendita commerciale sul mercato;
- b) il 40% del finanziamento concesso alle imprese che operano sul mercato da meno di sette anni;
- c) il 60% del finanziamento concesso per investimenti concessi alle imprese che operano sul mercato da più di sette anni e necessitano di un investimento riconducibile alle due fattispecie seguenti
 - investimento iniziale, sulla base di un piano aziendale elaborato per il lancio di un nuovo prodotto o l'ingresso su un nuovo mercato geografico, con ricavi attesi superiori al 50 per cento del loro fatturato medio degli ultimi cinque anni;
 - investimento ulteriore, dopo il periodo di sette anni dalla loro prima vendita commerciale.

Le misure di aiuto compatibili secondo il RGEC devono essere attuate tramite uno o più intermediari finanziari (comprese le società di investimento e i gestori di fondi), da selezionare tramite una gara aperta, trasparente e non discriminatoria. La procedura competitiva dovrebbe mettere gli intermediari e gli investitori privati in concorrenza tra loro, in modo da consentire all'ente pubblico, o all'entità dallo stesso delegata, di spuntare condizioni più vantaggiose di costo del servizio dato in affidamento, e di attrarre soggetti con esperienza, competenze e capacità operativa e finanziaria adeguate.

Gli intermediari coinvolti devono gestire i finanziamenti del rischio secondo una logica commerciale e orientata al profitto. Le imprese ammesse devono essere selezionate con una procedura di *due diligence* basata su piani aziendali sostenibili, corredati (nel caso di *equity* e *quasi-equity*) da strategie di uscita chiare e realistiche. Deve essere assicurata una strategia di investimento sana, basata sulla diversificazione del rischio e finalizzata a un'adeguata redditività ed efficienza in termini di dimensioni e di copertura territoriale del portafoglio di investimenti.

L'intermediario dovrebbe essere principalmente incentivato dalla partecipazione al rendimento atteso del portafoglio gestito, e in contropartita dovrebbe sopportare *pro quota* i relativi rischi. A tale scopo, il RGEC

fissa dei limiti alla ripartizione asimmetrica dei rischi tra investitori pubblici e privati, per evitare che i secondi, sfruttando la bassa esposizione al *downside risk*, scommettano avventatamente su progetti ad alta probabilità di insuccesso. Più precisamente, gli aiuti compatibili devono soddisfare le seguenti condizioni:

- a) in caso di ripartizione asimmetrica delle perdite tra investitori pubblici e privati, la prima perdita sostenuta dall'investitore pubblico è limitata al 25% dell'importo totale dell'investimento;
- b) nel caso di garanzie, il tasso di garanzia (la quota coperta dalla garanzia pubblica) è limitato all'80% e le perdite massime totali coperte (*cap*) dal garante pubblico sono limitate al 25% del relativo portafoglio garantito; la garanzia pubblica può essere gratuita soltanto se il *cap* di perdita a carico del soggetto pubblico non è superiore al tasso di perdita attesa ("prevista"), ma se il *cap* copre anche parte delle perdite inattese, l'intermediario finanziario deve pagare un premio conforme al mercato.

2.4. *Applicazione dei regimi con notifica: gli orientamenti sugli aiuti di Stato per il finanziamento del rischio*

Come prima ricordato, la Commissione Europea ha allargato il campo di applicazione degli aiuti per il finanziamento del rischio con la Comunicazione in materia del 2014 (European Commission, 2014b). Tale documento, oltre a fissare i criteri poi recepiti nel nuovo RGEC per questa categoria di interventi (esaminati al punto precedente), definisce le linee guida per gli aiuti che necessitano di essere notificati, in quanto non rientrano nei parametri del RGEC, e per essi indica una serie di condizioni alle quali hanno maggior probabilità di essere considerati compatibili. Qui di seguito si riassumono i contenuti della Comunicazione più rilevanti per gli aiuti a favore dei minibond.

Il criterio di fondo per giudicare se un intervento pubblico configuri un aiuto di Stato è il *test dell'operatore in un'economia di mercato*. Tale test consiste nel verificare se le operazioni economiche compiute da organismi o da imprese pubblici vengono effettuate in linea con le normali condizioni di mercato oppure no. Nel primo caso, le operazioni non danno luogo a un vantaggio per le controparti dei soggetti pubblici, e pertanto non costituiscono un aiuto di Stato. Come si verifica la condizione suddetta nelle operazioni di finanziamento del rischio?

Nel caso di *programmi di co-investimento pubblico-privato*, il test è superato, e non si hanno **aiuti agli investitori**, quando l'investimento assicura parità di trattamento agli investitori pubblici e privati. Ciò si verifica quando i soggetti pubblici e privati:

- a) effettuano l'operazione alle stesse condizioni, cioè condividono gli stessi rischi e benefici e mantengono lo stesso livello di subordinazione in relazione alla medesima classe di rischio, oppure (a maggior ragione) quando il soggetto privato è in posizione subordinata rispetto a quello pubblico e pertanto si accolla un rischio maggiore;
- b) effettuano operazioni di investimento contemporanee;
- c) si ripartiscono le quote di investimento con una partecipazione rilevante dei privati, almeno pari al 30%.

L'aiuto si può invece riscontrare quando sono presenti vantaggi per gli investitori privati, che possono assumere diverse forme, come i diritti di prelazione sui proventi distribuiti, l'attribuzione di rendimenti più che proporzionali rispetto all'apporto di capitale effettuato, oppure la protezione dai rischi, ad esempio in caso di accollo di quote superiori di perdita al soggetto pubblico.

Nel caso di programmi che coinvolgono *intermediari finanziari e/o gestori di fondi di investimento senza personalità giuridica*, si possono riscontrare **aiuti agli intermediari**. Non si hanno aiuti quando l'intermediario è un mero gestore che trasferisce l'eventuale aiuto verso gli investitori o le imprese finanziate. L'aiuto può emergere quando le misure comportano trasferimenti diretti all'intermediario (ad

esempio, apporti pubblici al suo capitale), oppure prevedono il co-investimento di risorse pubbliche a fianco di quelle raccolte dall'intermediario, e tali trasferimenti o co-investimenti sono effettuati a condizioni vantaggiose (per l'intermediario) rispetto a quelle "di mercato". Come previsto anche dal RGEC (vedi sopra), si presume che il gestore non riceva aiuti di Stato se (i) è scelto con una procedura di selezione competitiva, oppure (ii) se la sua remunerazione rispecchia gli attuali livelli di mercato in situazioni comparabili. Nel caso in cui l'intermediario o il gestore siano organismi pubblici, il controllo del requisito (ii) è più stringente: occorre che le commissioni di gestione prevedano un limite, che la remunerazione complessiva rispecchi le normali condizioni di mercato e sia legata ai risultati, e più in generale che gli intermediari pubblici siano gestiti secondo criteri commerciali.

Gli *interventi in forma di prestiti e garanzie* non costituiscono aiuto quando rispettano le condizioni stabilite, rispettivamente, nella Comunicazione sul tasso di riferimento (European Commission, 2008c) e in quella sulle garanzie (European Commission, 2008d).

Dopo avere illustrato le condizioni alle quali una misura non è considerata aiuto di Stato, passiamo a considerare i casi di aiuto soggetti a notifica, che ricomprendono le misure che non superano il test dell'operatore in un'economia di mercato e non rientrano nella griglia di criteri stabiliti nei regimi *de minimis* e RGEC visti in precedenza. Si potrebbe in proposito elencare un'ampia gamma di casi da sottoporre a notifica, che potrebbero allontanarsi molto dai casi di non aiuto, o dai casi di aiuto compatibile. Per orientare le amministrazioni degli Stati membri verso misure con maggior probabilità di essere autorizzate, la Comunicazione illustra tre categorie tipo di programmi "buoni" di finanziamento del rischio:

- 1) misure destinate a imprese che non soddisfano tutte le condizioni di ammissibilità previste dal RGEC, rispetto alle quali si considerano i seguenti casi particolari
 - a. piccole imprese a media capitalizzazione (*small mid-cap*) con dipendenti compresi tra 250 e 499 unità, fatturato non superiore a 100 milioni di euro e totale di bilancio non superiore a 86 milioni di euro, e pertanto non classificabili come PMI;
 - b. imprese a media capitalizzazione innovative (*innovative mid-cap*) con meno di 1500 dipendenti e nelle quali i costi di R&S e innovazione rappresentino almeno il 15% del totale dei costi di esercizio in almeno uno dei tre anni precedenti il primo investimento agevolato o almeno il 10% all'anno del totale dei costi di esercizio nei tre anni precedenti il primo investimento agevolato;
 - c. imprese che ricevono investimenti iniziali per il finanziamento del rischio superati sette anni dalla loro prima vendita commerciale (*late growth stage*);
 - d. imprese che necessitano di un investimento per il finanziamento del rischio di importo superiore al limite di 15 milioni di euro fissato dal RGEC;
 - e. piattaforme alternative di negoziazione che non soddisfano le condizioni del RGEC;
- 2) misure destinate a imprese ammissibili in base al RGEC, ma strutturate secondo parametri diversi da quelli ivi fissati come condizioni limite; si prevedono i seguenti casi particolari
 - a. strumenti finanziari con partecipazione di investitori privati inferiori alle percentuali minime di cui al RGEC;
 - b. strumenti finanziari con parametri di perdita a carico dell'operatore pubblico superiori ai massimali previsti nel RGEC;
 - c. strumenti finanziari diversi dalle garanzie per i quali gli intermediari, gli investitori e i gestori sono selezionati privilegiando la protezione dai rischi rispetto alla partecipazione prioritaria agli utili;
 - d. incentivi fiscali agli investitori;
- 3) grandi regimi che esulano dall'applicazione del RGEC in virtù della loro elevata dotazione di bilancio (pari a 150 milioni di dotazione annua di aiuti di Stato nel caso del finanziamento del rischio, v. art. 1 comma 2 del RGEC).

2.5. Riepilogo dei regimi di aiuto rilevanti per il mercato dei minibond

Alla luce della rassegna effettuata, esistono diversi spazi normativi entro i quali collocare misure di sostegno all'investimento in minibond. Possiamo riepilogare i più rilevanti nel seguente elenco:

- garanzie a favore dei sottoscrittori di minibond, trattate in regime *de minimis* oppure, ricorrendo le condizioni previste per le imprese ammissibili (se queste sono limitate alle PMI), nell'ambito del RGEC; se invece si volessero ammettere a garanzia anche le *mid-cap* sarebbe necessario notificare la misura alla Commissione nel rispetto dei criteri degli Orientamenti sul finanziamento del rischio;
- promozione e co-finanziamento pubblico di fondi specializzati in minibond, che possono essere configurati (i) in modo da non costituire aiuto di Stato, oppure (ii) come aiuti al finanziamento del rischio compatibili in quanto conformi ai requisiti del RGEC per detta categoria (v. 2.3), oppure (iii) come aiuti soggetti a notifica nel rispetto degli Orientamenti in materia del 2014 (v. 2.4); in tutti e tre i casi occorre definire appropriatamente le caratteristiche delle imprese finanziate, le procedure di selezione dei gestori, il tasso di partecipazione minima dei privati, e la ripartizione dei rendimenti e dei rischi tra soggetti pubblici e privati.

3. La concessione di garanzie pubbliche agli investitori: gli interventi del Fondo centrale di garanzia per le PMI

La garanzia pubblica del rischio di insolvenza è una leva potente per diffondere nuove classi di titoli di debito tra gli investitori. Per il tema trattato in questo *paper*, lo strumento di garanzia pubblica più importante è rappresentato dal Fondo centrale di garanzia per le PMI (d'ora in avanti Fondo PMI o più brevemente Fondo), che offre dal 2014 anche garanzie su minibond.

Il Fondo PMI, creato con la Legge 23 dicembre 1996, n. 662 (art. 2, comma 100 lettera a) rappresenta il più importante strumento anti-crisi utilizzato in Italia per sostenere il credito alle PMI. Tale strumento fa capo al Ministero dello Sviluppo economico ed è dato in gestione a un raggruppamento temporaneo di banche con capofila Banca del Mezzogiorno – Mediocredito Centrale spa (MCC). Gli interventi ordinari del Fondo centrale si basano principalmente su *garanzie dirette* a favore delle banche e degli altri intermediari che erogano finanziamenti per cassa, e *contro-garanzie*, cioè forme di riassicurazione del rischio concesse a favore di garanti di primo livello, costituiti da consorzi di garanzia collettiva fidi (confidi) e da fondi pubblici regionali di garanzia. Per una rassegna degli interventi del Fondo centrale di garanzia per le PMI si rinvia alla Sezione “Dati statistici” del sito www.fondidigaranzia.it e a (Panizzolo, 2014).

Con il decreto-legge del 29 novembre 2008, n. 185, all'art. 11, il Governo ha approvato un importante rifinanziamento del Fondo e ha introdotto la garanzia di ultima istanza dello Stato sui suoi interventi. Pertanto, ai fini dei requisiti patrimoniali minimi di Vigilanza per il rischio di credito calcolati con il metodo standard, la garanzia del Fondo, erogata sia direttamente alle banche erogatrici, sia come contro-garanzia attraverso i confidi o i fondi regionali, trasmette ai finanziamenti sottostanti il coefficiente di rischio dello Stato italiano, pari a zero ai sensi della normativa comunitaria sui requisiti di capitale bancari. Dopo un periodo di apprendimento, gli intermediari vigilati si sono resi conto del beneficio determinante della ponderazione zero ai fini del miglioramento dei loro coefficienti di solvibilità regolamentare. Ne è conseguita una crescita imponente del ricorso al Fondo centrale da parte delle banche, complice anche il livello azzerato o fortemente agevolato delle commissioni richieste ai beneficiari.

Le operazioni “tradizionali” del Fondo di garanzia per le PMI sono *garanzie individuali* di tipo proporzionale, nel senso che coprono una quota del rischio di specifici finanziamenti o garanzie di primo livello, senza limitazioni al valore assoluto degli indennizzi corrisposti a un singolo intermediario. A fianco di queste garanzie su base individuale, un Decreto ministeriale del 24 aprile 2014 (Ministero dello Sviluppo Economico, 2014a, d'ora in avanti Decreto portafoglio) ha attivato un programma di *garanzie di portafoglio*

supportato dalle risorse del Fondo centrale, nelle quali si garantisce il rischio aggregato di un *pool* di finanziamenti con una limitazione della perdita massima a carico dello Stato.

Il Fondo PMI è entrato nel pacchetto di misure a favore del mercato dei minibond con il decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145 (noto come “*Destinazione Italia*”), articolo 12 comma 6-bis (Repubblica Italiana, 2013). In attuazione delle previsioni del *Destinazione Italia*, è stato emanato il Decreto Ministeriale del 5 giugno 2014, di qui in avanti indicato come “*Decreto minibond*” o “*Decreto*” (Ministero dello Sviluppo Economico, 2014b), poi recepito nelle disposizioni operative del Gestore del Fondo PMI (Fondo centrale di garanzia per le PMI, 2014). Tali normative regolano gli interventi del Fondo PMI come garante di minibond.

Come scelta di fondo, il Decreto minibond estende ai titoli di debito delle PMI, con adattamenti minori, la collaudata piattaforma operativa del Fondo. La garanzia è infatti concessa in due forme:

- a) a fronte di singole operazioni di sottoscrizione di minibond, con le modalità della garanzia diretta individuale di finanziamenti per cassa;
- b) su portafogli di minibond, ovvero insiemi di operazioni di sottoscrizione di minibond effettuate da uno stesso intermediario, con le modalità della garanzia di portafoglio di finanziamenti per cassa.

In questo *paper* ci limitiamo a trattare le garanzie su singole operazioni, dal momento che le garanzie di portafoglio risultano più complicate da utilizzare.

I soggetti richiedenti ammessi alla garanzia su minibond del Fondo PMI sono soltanto intermediari professionali preliminarmente accreditati da parte del Gestore, e in particolare:

- a) le banche;
- b) gli intermediari finanziari soggetti a vigilanza prudenziale della Banca d'Italia, come le società di leasing o i confidi iscritti all'elenco speciale ex art. 107;
- c) i gestori di fondi di investimento (tipicamente di fondi chiusi specializzati in minibond riservati a investitori professionali).

Pertanto, non hanno accesso alla garanzia pubblica gli investitori privati classificati come “operatori qualificati” (che pure possono acquistare minibond con tutti i benefici introdotti dalle riforme del 2012).

La garanzia del Fondo PMI è rivolta a un investitore statico, che detiene i minibond sottoscritti fino alla loro scadenza: infatti, ai sensi dell'art. 14, comma 2, del Decreto la garanzia “può essere attivata [escussa] esclusivamente dal soggetto richiedente che ha sottoscritto l'emissione dei minibond e nei cui confronti è stata rilasciata la garanzia del Fondo”. Ne consegue che la garanzia non è trasferibile al cessionario in caso di vendita sul mercato secondario, e pertanto non contribuisce a migliorare la liquidità dei minibond. Il Fondo PMI garantisce soltanto investitori (o gestori) con i quali intrattiene un rapporto fiduciario continuativo, nei confronti dei quali può effettuare un monitoraggio e stigmatizzare comportamenti opportunistici.

Sono importanti i requisiti stabiliti nel Decreto con riferimento alle caratteristiche delle operazioni ammissibili alla garanzia del Fondo, in entrambe le forme (individuale e di portafoglio). Le sottoscrizioni di minibond, per essere garantite, devono:

- a) essere finalizzate al finanziamento dell'attività d'impresa;
- b) non avere ad oggetto la sostituzione di linee di credito già erogate al soggetto beneficiario finale;
- c) non essere già perfezionate (né deliberate, né versate) prima della delibera del Consiglio di gestione del Fondo di accoglimento della richiesta di garanzia;
- d) avere una durata compresa tra 36 e 120 mesi (nelle garanzie di portafoglio è ammesso un eventuale periodo di preammortamento nella fase di costruzione del portafoglio);
- e) non essere assistite da altre garanzie (reali o assicurative) per la quota coperta dalla garanzia del Fondo.

Pertanto il Fondo ammette soltanto apporti di denaro fresco alle imprese beneficiarie destinati all'investimento in attività d'impresa, ma non alla ristrutturazione del debito. La richiesta di garanzia deve precedere il perfezionamento della sottoscrizione, in modo che nella fissazione delle condizioni contrattuali si tenga conto dei benefici della sua eventuale concessione, nell'attesa che in tal modo questi siano trasferiti all'impresa emittente.

La garanzia su singola operazione di sottoscrizione di minibond (*garanzia individuale*) può essere concessa per una quota massima di copertura (*tasso di garanzia*) del valore nominale del minibond sottoscritto così stabilita:

- a) fino al 50%, nel caso in cui lo stesso preveda un rimborso a rate sulla base di un piano di ammortamento (*amortizing minibond*);
- b) fino al 30%, nel caso di minibond con rimborso unico a scadenza (*bullet minibond*).

Entro tali limiti di copertura massima, la garanzia del Fondo copre, rispettivamente, fino al 50%, ovvero al 30% dell'esposizione per capitale, interessi, contrattuali e di mora, del soggetto richiedente nei confronti del soggetto beneficiario finale.

Il Decreto limita anche l'importo massimo garantibile dal Fondo per singolo soggetto beneficiario finale a 1,5 milioni di euro. Pertanto, nel caso in cui l'investitore ottenga un tasso di garanzia pari al massimo consentito, la garanzia individuale può assistere emissioni di importo fino a 3 milioni (1,5 milioni diviso 0,5) nel caso di *amortizing minibond*, e fino a 5 milioni (1,5 milioni diviso 0,3) nel caso di *bullet minibond*. Tali importi si avvicinano a quelli delle più piccole emissioni di diritto italiano quotate sull'ExtraMOT PRO, come emerge dalle elaborazioni in (Osservatorio Mini-Bond, 2015).

E' importante sottolineare che le garanzie individuali, a differenza delle garanzie di portafoglio, sono assistite dalla *garanzia di ultima istanza dello Stato*; pertanto il sottoscrittore, se è una banca o un intermediario vigilato che adotta l'approccio standard per la misurazione del rischio di credito sul debito sovrano, beneficia della "ponderazione zero" sulla parte di esposizione garantita nel calcolo dei requisiti minimi di capitale di vigilanza.

Per quanto riguarda *la presentazione e la valutazione delle richieste di garanzia* individuale, il Decreto estende le modalità stabilite nelle Disposizioni operative del Fondo per le garanzie dirette su finanziamenti. In particolare, la valutazione del merito di credito dell'emittente è effettuata sulla base dei modelli di *scoring* sviluppati dal Gestore e applicati secondo le Disposizioni operative del Fondo. Non è richiesta una valutazione del rischio di credito formalizzata in un giudizio di *rating* comparabile con le scale utilizzate dalle agenzie di rating e dalle Autorità di vigilanza.

Il costo della garanzia individuale per i soggetti richiedenti è pari all'1% dell'importo garantito. Non sono previste differenziazioni in base alla durata del minibond o allo *scoring* creditizio dell'emittente. Si tratta di un prezzo di norma inferiore ai livelli congrui di mercato. Pertanto, l'impresa emittente risulta destinataria di un aiuto di Stato calcolato in base al cosiddetto "Metodo nazionale" come differenza tra un premio equo e la commissione applicata. Il premio equo è dato, nella sostanza, dalle perdite attese da default sull'importo garantito, maggiorate di due componenti aggiuntive a copertura dei costi amministrativi e della remunerazione del rischio di perdita inattesa. Attualmente, gli interventi del Fondo sono trattati in regime *de minimis*, ma in prospettiva potranno essere trattati ai sensi del RGEC se le imprese beneficiarie rientrano nelle casistiche ammesse agli aiuti per il finanziamento del rischio. Il trattamento in *de minimis* della garanzia su minibond può comportare dei problemi di consumo eccessivo del relativo *plafond* massimo di contributo (200 mila euro in tre anni). Ad esempio, applicando le tabelle di calcolo dell'ESL ai sensi del citato "Metodo nazionale", reperibili nella parte VII delle Disposizioni operative del Fondo centrale vigenti a maggio 2015 (Fondo centrale di garanzia per le PMI, 2015), per un'obbligazione a 6 anni per il finanziamento di investimenti calcoliamo un'intensità di aiuto pari al 5,5% circa, che su un importo garantito di 1 milione di euro comporta un consumo di *de minimis* pari a 55 mila euro. Ciò impedirebbe alle imprese

emittenti (che sono le beneficiarie finali dell'aiuto al finanziamento) di percepire altri aiuti trattati in base allo stesso regime.

Ad oggi (15 giugno 2015) due investitori in minibond hanno ottenuto la garanzia individuale del Fondo centrale⁴. La prima emissione di minibond garantita dal fondo su base individuale è quella di Essepi Ingegneria, per un importo di 2,2 milioni di euro (Epic SIM, 2015), utilizzato per finanziare un progetto di produzione di energie rinnovabili, che prevede la messa in funzione di 14 generatori mini-eolici in Sardegna. Il titolo ha cedola del 5,4%, durata di 5 anni e rimborso *amortizing*. L'emissione è stata interamente sottoscritta dal fondo Progetto Minibond Italia gestito da Zenit Sgr ed è quotata sul mercato ExtraMOT PRO di Borsa Italiana. Tale fondo beneficia della garanzia statale per il 50% dell'emissione.

La seconda operazione riguarda la Capi Group srl di Calliano (Trento), operante nel settore meccanico; ha un importo di 3 milioni di euro, durata di 6 anni, rimborso *amortizing*, tasso nominale del 5% annuo. Una parte dell'emissione pari a 2 milioni di euro, sottoscritta dal Fondo Euregio Minibond (v. 4.2) gestito da Pensplan Invest SGR, è stata garantita per il 50% dal Fondo centrale di garanzia. Si conferma in proposito che il Fondo centrale copre il rischio di uno specifico investitore e non quello dell'emissione in quanto tale. A differenza della precedente, l'obbligazione Capi Group non è quotata sull'ExtraMOT PRO.

Non risultano invece ancora erogate, alla stessa data, garanzie di portafoglio su minibond.

4. La promozione di fondi chiusi di investimento specializzati

Per facilitare lo sviluppo dei fondi chiusi di *private debt*, lo Stato e altri soggetti pubblici hanno promosso in Italia la creazione di SGR e di fondi specializzati, e hanno anche investito capitali, direttamente o indirettamente, in quei fondi. Si tratta di interventi di accompagnamento dello sviluppo iniziale del nuovo segmento. Grazie all'apporto di risorse pubbliche, in senso lato, gli intermediari "di mercato" possono dar vita a un numero maggiore di iniziative, e per ciascuna di esse raggiungere più velocemente i volumi in gestione che corrispondono al punto di pareggio economico. Partecipando al capitale delle SGR, i soggetti pubblici finanziano una parte delle spese di avvio. Condizionando la *governance*, mediante i poteri partecipativi o altri meccanismi contrattuali, possono indirizzare gli investimenti verso finalità di politica industriale giudicate prioritarie negli ambiti territoriali di loro competenza.

Per realizzare questi obiettivi, gli enti pubblici sponsor devono rispettare il quadro regolamentare, molto complesso, in materia di aiuti di Stato, oltre ai controlli sulla finanza pubblica, e alla disciplina comunitaria degli appalti pubblici. Nell'esecuzione degli interventi, spesso l'ente pubblico si avvale di intermediari finanziari di natura pubblica che svolgono la funzione di "entità delegata" che promuove la costituzione di intermediari o veicoli di gestione e amministra i fondi pubblici. Altri soggetti di natura pubblica, privata o mista possono intervenire come partner o co-investitori: è il caso di fondi pensione territoriali, aziende autonome, *multiutility* a controllo pubblico, camere di commercio, agenzie di sviluppo, fondazioni, banche o compagnie di assicurazione con forte radicamento territoriale. Spesso l'ente pubblico promotore può convincere questi soggetti collegati a investire capitali o a collaborare ad altro titolo. Si creano in tal modo situazioni nelle quali non è sempre netto il discrimine tra soggetti pubblici e soggetti privati. Anzi, spesso si ricorre a soluzioni "miste" per assicurare allo sponsor un maggior controllo dell'intervento senza contravvenire ai vincoli regolamentari dell'UE.

Nonostante la giovane età del comparto minibond, si contano già diverse iniziative di sponsorizzazione e co-finanziamento pubblico a favore di fondi di investimento specializzati. Trattandosi di progetti da poco avviati, sarebbe prematuro il tentativo di tipizzarne le forme o di analizzarne i risultati in modo sistematico. Si sono scelti pertanto tre casi, dei quali si evidenziano le specificità quanto a soggetti pubblici coinvolti, ruoli da essi svolti, e fattori che condizionano l'effetto incentivante degli interventi.

⁴ Le informazioni riportate sono state raccolte direttamente presso gli intermediari e i consulenti coinvolti nell'operazione.

4.1. I fondi per il private debt promossi dalla Cassa depositi e prestiti e dalla SACE

Il ruolo di Banca pubblica nazionale di investimento in Italia è appannaggio della Cassa Depositi e Prestiti (CDP), che dalla riforma del dicembre 2003 (Repubblica Italiana, 2003) è una società per azioni controllata con una quota superiore all'80% dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, e partecipata per la differenza da un gruppo di Fondazioni di origine bancaria. La funzione storica della CDP è il finanziamento degli investimenti della Pubblica Amministrazione con il supporto del risparmio postale, protetto dalla garanzia dallo Stato, nell'ambito di una gestione "separata". Dopo la riforma del 2003, la CDP ha affiancato alla sua missione storica i compiti di catalizzatore dello sviluppo delle infrastrutture e di operatore centrale a sostegno dell'economia e del sistema imprenditoriale nazionale (Cassa Depositi e Prestiti, 2015).

Per gli interventi di nostro interesse, CDP si avvale della Fondo Italiano di Investimento SGR (FII, sito istituzionale <http://www.fondoitaliano.it>), una società di gestione del risparmio promossa dalla stessa CDP nel dicembre 2009 insieme con il Ministero dell'economia, ABI, Confindustria, i gruppi Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi di Siena e Unicredit, e l'Istituto centrale delle banche popolari italiane, tutti con quote paritarie del 12,5%.

Tra i fondi gestiti dalla SGR, il primo per nascita è il Fondo Italiano di Investimento, che investe nel capitale di rischio di piccole e medie imprese italiane, sia tramite investimenti diretti, sia come fondo di fondi, nel secondo caso attraverso la sottoscrizione di *commitment* in altri veicoli di investimento specializzati in attività di *private equity* o *venture capital*. Il Fondo Italiano di Investimento ha effettuato un primo *closing* nel novembre 2010 per 1,2 miliardi di euro, apportati da CDP e dalle banche sponsor.

Nella seconda metà del 2014, FII SGR ha istituito due fondi di fondi specializzati per segmento:

- il Fondo di fondi *Venture capital*, che investe in fondi focalizzati sul finanziamento di progetti in fase *seed*, sul *technology transfer* nelle fasi *early stage* e *late stage*, e sull'apporto di *expansion e growth capital* a società *mid-cap*;
- il Fondo di fondi *Private debt*, che investe in veicoli focalizzati sull'investimento in strumenti finanziari di debito emessi da PMI.

Il Fondo di fondi Private debt (FFPD) è quello di maggior interesse ai nostri fini, poiché è stato appositamente creato per sostenere il decollo del mercato dei minibond; tale fondo adotta politiche di investimento indirizzate, per il tramite di OICR specializzate, a PMI sane, già affermate sul mercato, con redditività e generazione di cassa stabile o in crescita, e dotate di una guida imprenditoriale valida e di un management esperto.

Nel settembre 2014, il FFPD ha effettuato un primo *closing* per un ammontare di circa 250 milioni di euro apportati dalla stessa CDP (Fondo Italiano di Investimento SGR, 2015). Nel gennaio 2015 il consiglio di amministrazione della SGR ha selezionato una lista di dieci fondi specializzati in *private debt* che potranno ricevere apporti dal FFPD. L'effettiva mobilitazione delle risorse allocate da CDP è condizionata alla raccolta da parte delle OICR target di un pari ammontare da altri sottoscrittori, in forza del limite massimo alla partecipazione del FFPD sopra ricordato.

Anche la SACE, dal 2012 controllata al 100% dalla CDP, ha promosso un fondo specializzato in strumenti di debito non quotati. Il decreto-legge "*Investment compact*" (Repubblica Italiana, 2015), autorizzava la SACE a svolgere attività bancaria, ma nel processo di conversione in legge tale funzione è stata riportata sulla controllante CDP, che avrà facoltà di erogare direttamente credito a supporto delle imprese esportatrici, o in alternativa a delegare tali interventi alla SACE.

Nel settembre 2014 SACE ha promosso la creazione del "Fondo Sviluppo Export" (SACE, 2014), dedicato alla sottoscrizione di titoli obbligazionari emessi da imprese italiane non quotate - soprattutto PMI - con vocazione all'export e all'internazionalizzazione. SACE, in compartecipazione paritaria con la BEI, ha assunto un *commitment* nel Fondo di 350 milioni di euro complessivi. Il fondo è gestito da un primario operatore privato (Amundi Sgr, controllata dai gruppi Crédit Agricole e Société Generale).

Le finalità dichiarate di questa iniziativa sono in linea con quelle del FFPD (sostenere la crescita ed aprire il mercato italiano a fonti di finanziamento alternative al canale bancario), ma con un *focus* sulle imprese vocate all'internazionalizzazione. La prima operazione è stata perfezionata nel febbraio 2015 con la sottoscrizione di *bond* per 12,5 milioni di euro emessi da una nota impresa alimentare per lo sviluppo del *brand* sui mercati esteri.

Quali sono i vantaggi che le Banche pubbliche di investimento possono sfruttare nei loro programmi di sostegno ai fondi specializzati in *private debt*? Oltre all'infrastruttura legale e organizzativa che possono mettere a disposizione, il loro punto di forza sta principalmente nella capacità di *funding* sul mercato in virtù della loro natura di agenzie pubbliche e del loro peso nel mercato.

Nello scenario attuale, le banche di investimento pubbliche rischiano di essere spiazzate, nel loro sostegno al *funding* di intermediari e investitori, dagli interventi non convenzionali delle banche centrali. Nel caso della Banca Centrale Europea, le operazioni mirate di rifinanziamento (European Central Bank, 2014) e i programmi di acquisto di titoli da cartolarizzazioni e *covered bond*, ricompresi dal gennaio 2015 nell'*Expanded Asset Purchase Program* esteso ai titoli pubblici (European Central Bank, 2015; Cova e Ferrero, 2015) fanno affluire risorse alle banche e agli emittenti di titoli di debito per importi nettamente superiori a quelli stanziabili dalle agenzie pubbliche, e soprattutto a costo molto basso. Inoltre, i programmi delle banche centrali competono anche nell'utilizzo di garanzie statali, richieste per rendere stanziabili in pegno o acquistabili le classi di attività più rischiose. Peraltro la CDP, in quanto istituzione finanziaria monetaria soggetta a obblighi di riserva, è a sua volta ammessa al rifinanziamento presso la BCE e quindi può avvalersi di queste opportunità.

4.2. I fondi di *private debt* territoriali nella Regione Trentino - Alto Adige

Dopo aver illustrato i programmi di un soggetto controllato dal Governo centrale, passiamo a considerare gli interventi a livello regionale. Qui troviamo una situazione molto variegata, che probabilmente sarà caratterizzata nei prossimi anni dalla moltiplicazione dei programmi a sostegno delle emissioni di titoli di debito delle PMI. Gli interventi regionali sono prevalentemente co-finanziati con fondi comunitari nell'ambito dei Programmi Operativi Regionali (POR) su orizzonti pluriennali (sono in fase di attuazione i programmi 2014-2020). Nelle programmazioni precedenti, si sono diffuse le misure basate su strumenti innovativi di "ingegneria finanziaria" (come i fondi di *private equity*, o le garanzie di tipo *tranché cover*). Ci si può aspettare un analogo processo di diffusione per le forme di ultima generazione, come il *crowdfunding*, il *peer-to-peer lending*, il *venture capital* per *start up* innovative e, caso che ci interessa, i fondi di *private debt*.

Per trovare esperienze avviate dobbiamo recarci in una regione, il Trentino - Alto Adige (T-AA), nella quale si contano già due fondi di *private debt* a vocazione territoriale che impiegano capitali di origine pubblica. I motivi di questo avvio precoce del nuovo comparto sono diversi. La situazione della Regione a statuto speciale T-AA è del tutto particolare, in quanto le funzioni legislative e amministrative sono svolte quasi totalmente dalle Province autonome di Trento e di Bolzano. Fino ad oggi, le amministrazioni locali della Regione hanno goduto di finanze pubbliche più floride che nel resto del Paese grazie allo statuto di autonomia. Le risorse abbondanti, gestite da un'amministrazione dinamica, hanno prodotto un flusso di interventi a favore dell'economia quantitativamente importanti e continuamente aggiornati nella strumentazione. In un quadro generale favorevole, la Regione (nell'ambito delle limitate competenze da essa mantenute) ha promosso nel 1998 (primo caso in Italia) un Fondo pensione complementare territoriale (Laborfonds). Attorno a questa iniziativa si sono sviluppate società di servizi per la gestione di fondi pensione (Pensplan Centrum) e una SGR (Pensplan Invest SGR). Entrambe le Province autonome hanno creato società funzionali (Cassa del Trentino, Alto Adige Finance, Trentino Sviluppo) che replicano su scala locale le funzioni della CDP, come il finanziamento degli investimenti pubblici e delle infrastrutture di interesse pubblico, e l'assunzione di partecipazioni in aziende di rilevanza provinciale. In regione sono

presenti due fondazioni di origine bancaria (create con lo scorporo delle rispettive banche dalla Cassa di risparmio di Trento e Rovereto, e dalla Cassa di risparmio di Bolzano) e, infine, la Regione e le due Province detengono il controllo del Mediocredito Trentino - Alto Adige, già istituto di credito speciale e ora banca specializzata nel finanziamento a medio-lungo termine.

In questo contesto ricco di risorse e di attori locali qualificati, sono nati due fondi di investimento orientati verso i minibond: si tratta di Euregio Minibond e del Fondo strategico della Regione Trentino - Alto Adige.

Euregio Minibond (Schwienbacher, 2014) è stato costituito nel 2013 come fondo mobiliare chiuso riservato a investitori qualificati. Ha come obiettivo l'investimento prevalente in obbligazioni e altri titoli di debito emessi da PMI economicamente e finanziariamente sane, riconducibili al territorio della Regione Trentino - Alto Adige. E' gestito da Pensplan Invest SGR (la società a controllo regionale sopra menzionata), mentre la funzione di *advisor* per lo *scouting* delle imprese emittenti è svolto da Prader Bank, banca locale specializzata nel *private/corporate banking*. Il portafoglio target è fissato in 100 milioni di euro (da conseguire entro aprile 2015), di cui 50 già raccolti col primo *closing*.

E' interessante analizzare la provenienza dei primi 50 milioni: per il 40% sono conferiti dalla Regione T-AA, per il 38% da Pensplan Centrum, per il 10% dal Fondo pensione aperto regionale Plurifonds (gestito da ITAS Assicurazioni), per il 10% dalla Fondazione Cassa di risparmio di Trento e Rovereto, e per l'1% ciascuno da Pensplan Invest SGR e dall'*advisor* Prader Bank. Si sono messe a fattor comune risorse di varia provenienza, ma si nota la preponderanza (78%) dei sottoscrittori pubblici. Il secondo *closing* ha visto la partecipazione di altri intermediari locali come il Confidi Alto Adige (Alto Adige, 2015).

Il fondo deteneva ad ottobre 2014 investimenti distribuiti su nove emissioni per più di 33 milioni di euro (due terzi della disponibilità raccolta), con una buona diversificazione settoriale e un rendimento cedolare lordo medio del 5,12%. Soltanto due tra i minibond acquistati (GPI e SEA) sono quotati sull'ExtraMOT PRO, a dimostrazione del fatto che i fondi di credito sono un veicolo che consente di accedere ai vantaggi normativi dei minibond anche alle imprese per le quali sarebbero troppo onerosi i costi della quotazione su un MTF. Per ridurre i rischi che potrebbero derivare dalla concentrazione geografica, il fondo seleziona emissioni di importo contenuto (in media 3 milioni di euro, valore tra l'altro compatibile con il pieno sfruttamento della garanzia individuale del Fondo centrale per le PMI, che ad oggi risulta già utilizzata da questo veicolo per un'emissione, v. 3).

L'altro progetto regionale è il *Fondo strategico della Regione Trentino - Alto Adige*. Mentre Euregio Minibond è nato per iniziativa di una SGR a controllo pubblico e ha successivamente raccolto fondi provenienti in prevalenza dalla Regione, il Fondo strategico ha avuto una genesi più complessa. L'elemento propulsivo è riconducibile questa volta a un'ampia disponibilità spendibile rilevata sul bilancio dell'ente regionale. Nello specifico, la Regione con la delibera 23 aprile 2013, n. 77, ha stanziato 500 milioni di euro destinati, in parti uguali, alle Province autonome di Trento e di Bolzano, precisando che il 30% di tali risorse deve essere riservato ad interventi rivolti ad "organismi collettivi del risparmio". Si è così formata una disponibilità di 150 milioni (75 per ogni provincia) da destinare all'investimento in un OICR che, per raggiungere le finalità assegnate, avrebbe dovuto essere costituito come fondo chiuso rientrante nella categoria dei fondi di investimento alternativi riservati a investitori qualificati.

Il Fondo è stato progettato in modo da veicolare questo importante apporto pubblico, configurato come un prestito infruttifero di durata quindicennale dalla Regione alle due Province, nel rispetto delle regole sugli aiuti di Stato prima illustrate. A tal fine, si è adottata una procedura di gara comunitaria per la selezione del gestore, e si è previsto il coinvolgimento di soggetti privati come co-investitori. L'impianto del fondo è descritto in dettaglio nel Bando, nel Disciplinare di gara e nei suoi allegati (Regione autonoma Trentino-Alto Adige, 2014). La gara, svoltasi nel periodo giugno-settembre 2014, si è conclusa con l'aggiudicazione a un soggetto privato (Finanziaria Internazionale Investments SGR). La gara ha avuto uno svolgimento interessante. La società aggiudicataria ha vinto grazie ad un'offerta economica più vantaggiosa sull'altro

concorrente (Pensplan Invest SGR, gestore del fondo Euregio). Il meccanismo competitivo ha agito nel senso auspicato dagli orientamenti comunitari, ovvero a favore di un contenimento degli oneri di gestione a vantaggio del rendimento ottenibile dagli investitori pubblici e privati (Finanziaria Internazionale, 2014). Il gruppo a cui appartiene la SGR vincitrice ha probabilmente ritenuto conveniente accettare commissioni più basse sul servizio di gestione del Fondo strategico in cambio dei benefici incrociati ottenibili dallo sviluppo della propria attività in T-AA su altri servizi finanziari e professionali.

Secondo il *business plan* approvato in sede di gara, il Fondo parte con una dotazione iniziale di 214 milioni di euro, costituita dai 150 milioni stanziati dalla Regione (75 milioni apportati dalla Provincia di Trento più 75 milioni dalla Provincia di Bolzano attraverso la società finanziaria *in house* Alto Adige Finance), da 26,8 milioni del fondo pensione territoriale Laborfonds, 5 milioni del partner bancario Banca popolare dell'Alto Adige e 0,2 milioni della SGR vincitrice. Il portafoglio in gestione è segmentato nei due comparti provinciali, ciascuno dei quali dispone inizialmente di 107 milioni di euro.

Rispetto a Euregio Minibond, il Fondo strategico ha un mandato di investimento più ampio e diversificato, principalmente per l'esigenza di estendere la platea delle imprese beneficiarie alle micro e piccole imprese. Tale scopo è realizzato mediante investimenti in cartolarizzazioni (in senso lato) di prestiti bancari e con apporti di *funding* a banche ed enti pubblici (ad esempio sottoscrizioni di *project bond* emessi da società veicolo che realizzano opere pubbliche, o depositi in fondi di rotazione amministrati da banche convenzionate). Il Fondo può quindi spaziare su un ventaglio di strumenti tradizionali e innovativi, secondo le opportunità del momento, riducendo così il rischio di sottoutilizzo delle risorse assegnate rispetto all'obiettivo di sostegno all'economia del territorio. A fronte di questo vantaggio, agendo su troppi strumenti il Fondo rischia di disperdere gli investimenti su un numero eccessivo di segmenti operativi (ad esempio, può essere "forzato" a strutturare cartolarizzazioni per *pool* di ammontare inferiore alla soglia minima che rende economica tale tecnica). Ciò implica una diluizione della sua *mission*, oltre alla riduzione dell'impatto di ogni intervento.

Il Fondo prevede una pluralità di tipologie di investitori, a ciascuna delle quali è riservata una diversa categoria di quote. Quanto alla partecipazione agli utili della gestione, si prevede una priorità a favore dei quotisti "non privati" (i fondi pensione titolari delle quote A e le Province detentrici delle quote B) fino a un massimo dell'1,5% annuo delle quote sottoscritte. Non sono previste alterazioni nella partecipazione agli extra-rendimenti a vantaggio degli investitori privati (titolari delle quote C) i quali partecipano *pari passu* agli importi distribuiti dopo aver assicurato a tutti i quotisti un rendimento del 5%. In questo modo si rispettano i requisiti comunitari che limitano la copertura del *downside risk* a vantaggio dei privati.

Il principale finanziatore ultimo del Fondo, come nel caso di Euregio Minibond, è la Regione T-AA, che concede in prestito infruttifero 150 milioni a valere sul proprio bilancio alle due Amministrazioni provinciali. La Regione, tuttavia, non si accolla i rischi dei portafogli, che sono invece a carico delle Province per il Comparto di loro pertinenza. Alla liquidazione del Fondo, le Province sono tenute a restituire all'Amministrazione regionale l'importo inizialmente assegnato. Inoltre le Province assumono rischi maggiori rispetto ai fondi pensione e agli investitori privati poiché detengono quote subordinate nella restituzione del capitale versato, e sono pertanto esposte al rischio di massicce perdite in conto capitale, dovute (ad esempio) a tassi di insolvenza di molto superiori ai livelli attesi.

Non è semplice valutare l'impatto di programmi del genere sul costo del capitale per le imprese. Dalle informazioni disponibili, che riguardano principalmente il fondo Euregio Minibond, pare che le imprese emittenti ottengano tassi inferiori a quelli dei minibond quotati su ExtraMOT PRO collocati esclusivamente presso investitori di mercato. Il vantaggio di cedola sarebbe maggiore (per l'emittente) sulle operazioni che non vengono portate in quotazione, che sono state finora quelle di minor importo. Come già osservato per i fondi CDP, la concorrenza sul costo del capitale potrebbe venire dalle banche, favorite dai programmi di rifinanziamento a lungo termine e di acquisto di ABS della Banca Centrale Europea.

Sicuramente tanto Euregio Minibond quanto il Fondo strategico del T-AA hanno prodotto un effetto disponibilità, mobilitando capitali aggiuntivi su un nuovo e specifico segmento di mercato, e per importi sicuramente adeguati, se non esuberanti, rispetto alla domanda locale in tale nascente segmento. Le emissioni collocate presso i due fondi territoriali sono state o saranno facilitate dalla prossimità di questi veicoli e dalla forte motivazione dei *policy maker* locali a farli decollare con successo

Nei due esempi considerati non sono per ora ravvisabili le criticità paventate dagli orientamenti comunitari riguardo all'ambito d'azione ristretto dei fondi esaminati, in particolare l'eccessiva concentrazione per settori e per importi (oltre a quella, inevitabile, di tipo geografico), e l'accettazione di cattivi rischi per pressioni politiche, sebbene non sia ancora decorso un periodo di rendicontazione sufficiente per trarre indicazioni al riguardo.

5. Conclusioni

Dall'analisi svolta, è emerso chiaramente come le politiche pubbliche in ambito comunitario siano fortemente orientate a sostenere lo sviluppo del mercato del *private debt* con una gamma ampia di strumenti e di misure finanziarie. Come prima anticipato, non sono ancora disponibili evidenze sui risultati dei programmi agevolativi. Oltre agli esempi illustrati in precedenza, ne esistono degli altri, e l'elenco si allungherà, probabilmente, nei prossimi mesi. Ad esempio, il POR della Regione Piemonte comprende l'Azione III.3d.6.2 – Promozione e accompagnamento per l'utilizzo della finanza obbligazionaria innovativa per le PMI (<http://www.regione.piemonte.it/europa2020/fesr/>). La SFIRS, finanziaria regionale della Sardegna, ha pubblicato nel maggio 2015 un avviso pubblico di selezione rivolto a banche e imprese d'investimento interessate a collocare titoli di debito (comprendenti anche minibond e cambiali finanziarie) di imprese operanti in Sardegna.⁵ Come è già accaduto nelle iniziative a sostegno delle garanzie creditizie e del *private equity* (Cannone e Ughetto, 2012), sono numerosi i soggetti che ai diversi livelli territoriali e di governo possono candidarsi come fornitori di supporto creditizio o come promotori di fondi di investimento per il nuovo comparto del *private debt* non bancario. Occorre però evitare di ripetere gli errori commessi in passato nei programmi basati su altri strumenti di ingegneria finanziaria, che hanno portato a una proliferazione di iniziative spesso incapaci di raggiungere una massa critica e un livello adeguato di visibilità sul mercato dei capitali nazionale e internazionale.

Sicuramente, la normativa quadro dell'Unione Europea detta con precisione i requisiti di ammissibilità e le condizioni di efficacia degli aiuti di Stato “buoni”. Nella traduzione pratica delle regole in programmi, i *policy maker* esercitano una discrezionalità che può essere usata (purtroppo) anche per allontanarsi dalla sostanza dei principi ispiratori. Nel caso del nuovo mercato dei minibond, l'azione promozionale si inquadra in un piano strategico di riforma normativa e di creazione di nuove infrastrutture di intermediazione finanziaria. Rispetto alle esperienze precedenti, stanno scendendo in campo professionalità adeguate, con il coinvolgimento di partner qualificati, italiani ed esteri. Le iniziative di mercato sono numerose e presentano una massa critica promettente. Ci sono pertanto tutte le condizioni per utilizzare virtuosamente gli aiuti pubblici, che per la loro dimensione contingentata e relativamente piccola rispetto al potenziale di mercato, non dovrebbero produrre effetti di spiazzamento delle iniziative e del capitale dei privati.

Come per tutte le politiche pubbliche, resta comunque importante la buona progettazione degli interventi e il loro attento monitoraggio, che richiede una rendicontazione trasparente dei costi sostenuti e dei benefici tangibilmente prodotti.

⁵ Si rinvia al comunicato sul sito della SFIRS: <http://www.sfirs.it/index.php?xsl=1346&s=281685&v=2&c=7737&t=1>.

6. Bibliografia

- Aghion, P., Boulanger, J. e Cohen, E. (2011), *Rethinking industrial policy*, Bruegel Policy Brief, Issue 2011/04, <http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/566-rethinking-industrial-policy/>.
- Alto Adige (2015), *Repetto: Confidi investe in «Euregio Minibond»*, Alto Adige online, <http://altoadige.gelocal.it/bolzano/economia/2015/01/20/news/repetto-confidi-investe-in-euregio-minibond-1.10707397>.
- Ambrosetti Club (2015), *Finanza per la crescita*, The European House - Ambrosetti, http://www.ambrosetti.eu/it/download/ricerche-e-presentazioni/2015/finanza-per-la-crescita/finanza-per-la-crescita/at_download/italian.
- Bassanini, F. (2012), Prefazione, in M. Nicolai (a cura di), *Primo rapporto sulla finanza pubblica. Finanza pubblica e federalismo. Strumenti finanziari innovativi: autonomia e sostenibilità*, Rimini, Maggioli Editore, pp. 13-18.
- Brancati, R. (eds.) (2015), *Le strategie per la crescita. Imprese, mercati, Stato. Rapporto MET 2015*, Roma, Donzelli,
- Broccardo, E., Erzegovesi, L. e Mazzuca, M. (2014), I minibond e i modelli di finanziamento delle imprese, *Bancaria*, (7-8), pp. 83-97.
- Calugi, R., Morelli, V. e Paglietti, G. (eds.) (2014), *I mini-bond. Istruzioni per l'uso*, Milano, Nuova edizione, Consorzio camerale per il credito e la finanza,
- Camera dei Deputati (2011), *Indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari*, Commissione VI, Documento conclusivo, http://www.cambiali-finanziarie.it/leggi/commissione-finanze_documento-conclusivo.pdf.
- Cannone, G. e Ughetto, E. (2012), Finanza pubblica a sostegno del capitale di rischio: quali iniziative regionali?, in M. Nicolai (a cura di), *Primo rapporto sulla finanza pubblica. Finanza pubblica e federalismo. Strumenti finanziari innovativi: autonomia e sostenibilità*, Rimini, Maggioli Editore, pp. 753-782.
- Cassa Depositi e Prestiti (2015), *Identità e missione*, Sito istituzionale della CDP, <http://www.cdp.it/chi-siamo/identita-mission/identita-e-mission.html>.
- Comunità Economica Europea (1957), *Trattato che istituisce la Comunità Economica Europea*, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:11957E/TXT>.
- Cova, P. e Ferrero, G. (2015), *Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*, Questioni di economia e finanza (Occasional papers), n. 270, <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0270/index.html>.
- Epic SIM (2015), *Zenit sgr sottoscrive il primo minibond garantito dal Fondo centrale di garanzia emesso da Essepi ingegneria*, Comunicato stampa, <http://epic.it/sites/epic.it/files/blog/files/Essepi.pdf>.
- European Central Bank (2014), *Modalities of the Targeted Longer-term Refinancing Operations*, Press release, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_2_Annex.pdf.
- European Central Bank (2015), *ECB announces expanded asset purchase programme*, Press release with technical annex, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html.
- European Commission (2003), *Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises*, OJ L 124, 20.5.2003, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1429181436538&uri=CELEX:32003H0361>.

- European Commission (2006a), *Commission Regulation (EC) No 1998/2006 of 15 December 2006 on the application of Articles 87 and 88 of the Treaty to de minimis aid*, OJ L 379, 28.12.2006, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:32006R1998>.
- European Commission (2006b), *Community guidelines on state aid to promote risk capital investments in small and medium-sized enterprises (2006/C 194/02)*, OJ C 194, 18.8.2006, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52006XC0818%2801%29>.
- European Commission (2008a), *Communication from the Commission - The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis*, OJ C 270, 25.10.2008,
- European Commission (2008b), *Communication from the Commission - Temporary framework for State aid measures to support access to finance in the current financial and economic crisis*, OJ C 16, 22.1.2009, [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52009XC0122\(01\)](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52009XC0122(01)).
- European Commission (2008c), *Communication from the Commission on the revision of the method for setting the reference and discount rates*, OJ C 14, 19.1.2008, [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52008XC0119\(01\)](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52008XC0119(01)).
- European Commission (2008d), *Commission Notice on the application of Articles 87 and 88 of the EC Treaty to State aid in the form of guarantees*, OJ C 155, 20.6.2008, [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1429180078803&uri=CELEX:52008XC0620\(02\)](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1429180078803&uri=CELEX:52008XC0620(02)).
- European Commission (2008e), *Commission Regulation (EC) No 800/2008 of 6 August 2008 declaring certain categories of aid compatible with the common market in application of Articles 87 and 88 of the Treaty (General block exemption Regulation)*, OJ L 214, 9.8.2008, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32008R0800>.
- European Commission (2010), *Aiuto di Stato N 182/2010 – Italia, Metodo nazionale per calcolare l'elemento di aiuto nelle garanzie a favore delle PMI*, C(2010)4505 definitivo, http://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/236284/236284_1123193_28_2.pdf.
- European Commission (2012), *Communication from the Commission. State Aid Modernisation (SAM)*, COM/2012/0209, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52012DC0209>.
- European Commission (2013a), *Commission Regulation (EU) No 1407/2013 of 18 December 2013 on the application of Articles 107 and 108 of the Treaty on the Functioning of the European Union to de minimis aid*, OJ L 352, 24.12.2013, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1429177039755&uri=CELEX:32013R1407>.
- European Commission (2013b), *Commission Regulation (EU) No 1408/2013 of 18 December 2013 on the application of Articles 107 and 108 of the Treaty on the Functioning of the European Union to de minimis aid in the agriculture sector*, OJ L 352, 24.12.2013, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:32013R1408>.
- European Commission (2014a), *Commission Regulation (EU) No 651/2014 of 17 June 2014 declaring certain categories of aid compatible with the internal market in application of Articles 107 and 108 of the Treaty*, OJ L 187, 26.6.2014, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R0651>.
- European Commission (2014b), *Communication from the Commission — Guidelines on State aid to promote risk finance investments*, OJ C 19, 22.1.2014, [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52014XC0122\(04\)](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:52014XC0122(04)).
- European Commission (2014c), *A new rule book for Risk Finance State Aid*, Competition policy brief, Occasional papers by staff of the Competition Directorate-General of the European Commission about policy issues and key cases, Issue 1, http://ec.europa.eu/competition/publications/cpb/2014/001_en.pdf.

- European Commission (2015a), *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the European Fund for Strategic Investments and amending Regulations (EU) No 1291/2013 and (EU) No 1316/2013*, COM(2015) 10 final, 2015/0009 (COD), http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/docs/proposal_regulation_efsi_en.pdf.
- European Commission (2015b), *Green Paper. Building a Capital Market Union*, COM/2015/063 final, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52015DC0063>.
- European Council (1998), *Council Regulation (EC) No 994/98 of 7 May 1998 on the application of Articles 92 and 93 of the Treaty establishing the European Community to certain categories of horizontal State aid*, OJ L 142, 14.5.1998, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX:31998R0994>.
- European Investment Bank (2013), *Investment and Investment Finance in Europe*, Economics Department, European Investment Bank, http://www.eib.org/attachments/efs/investment_and_investment_finance_in_europe_en.pdf.
- European Investment Bank (2015), *Investment and Investment Finance in Europe 2015*, Economics Department, European Investment Bank, http://www.eib.org/attachments/efs/investment_and_investment_finance_in_europe_en.pdf.
- European Union (1992), *Treaty establishing the European Community*, Coordinated text, OJ C 224, 31.8.1992, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:11992E/TXT>.
- Eurostat (2014), *Manual on Government Deficit and Debt. Implementation of ESA 2010. 2014 Edition*, <http://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/methodology/manuals>.
- Finanziaria Internazionale (2014), *Finanziaria Internazionale Investments SGR ha ottenuto l'aggiudicazione provvisoria del Bando di Gara per la gestione del Fondo Strategico del Trentino - Alto Adige indetto dalla Regione Autonoma Trentino-Alto Adige/Südtirol*, Finanziaria Internazionale, Comunicato stampa, <http://www.fondostrategicotaa.it/news03.htm>.
- Fondo centrale di garanzia per le PMI (2014), *Modalità operative per la concessione della garanzia su portafogli di mini bond*, Pubblicate con Circolare n.674 del 23/10/2014 e in vigore dal 7/11/2014, http://www.fondidigaranzia.mcc.it/allegati/fondo_di_garanzia/mod-operative-portafogli-minibond.pdf.
- Fondo Italiano di Investimento SGR (2015), *Al via gli investimenti sul mercato del private debt da parte del Fondo Italiano*, Comunicato stampa, http://www.fondoitaliano.it/pdf_comunicati/Comunicato%20Stampa%20Fondo%20di%20Fondi%20Private%20Debt.pdf.
- G30 Working Group (2013), *Long-Term Finance and Economic Growth*, Group of Thirty, Special Report, http://www.group30.org/rpt_65.shtml.
- Giovannini, A. e Moran, J. (2013), *Finance for growth. Report of the high level expert group on SME and infrastructure financing*, European Commission, http://europa.eu/efc/working_groups/hleg_report_2013.pdf.
- Giovannini, A., Mayer, C., Micossi, S., Di Noia, C., Onado, M., Pagano, M. et al. (2015), *Restarting European Long Term Investment Finance. A Green Paper Discussion Document*, Assonime, RELTIF, Centre for European Policy Research, CEPR Press, http://reltif.cepr.org/sites/default/files/RELTIF_Green%20Paper.pdf.
- Lannoo, K. (2015), *Which Union for Europe's Capital Markets?*, CEPS ECMI Policy Brief No. 22, <http://www.ceps.eu/system/files/ECMI%20PB22%20KL%20Capital%20Union%20final.pdf>.
- Lugaresi, S. (2015), *Restarting the credit engine in Europe. Review of the Main European Policy Initiatives*, Assonime, RELTIF, Centre for European Policy Research,

<http://reitif.cepr.org/sites/default/files/Review%20of%20the%20Main%20European%20Policy%20Initiatives.pdf>.

Meiani, A., Rizzi, L. e Sabatini, D. (2015), *Guida ai mini bond. Strumenti innovativi per la finanza delle Pmi*, Roma, Bancaria editrice.

Ministero dello Sviluppo Economico (2010a), *Decreto istitutivo di un regime di aiuto per la concessione di agevolazioni in forma di garanzia e altri strumenti di mitigazione del rischio di credito*, http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/recuperi/Impresa_internazionalizzazione/Decreto_regime_di_aiuti_garanzia_con_firma_Ministro.pdf.

Ministero dello Sviluppo Economico (2010b), *Decreto 21 aprile 2010, n. 101, Regime di aiuto destinato a promuovere gli investimenti nel capitale di rischio delle piccole e medie imprese, ai sensi dell'articolo 1, comma 845, della legge 27 dicembre 2006, n. 296*, GU n.154 del 5-7-2010, <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.ministeriale:2010;101>.

Ministero dello Sviluppo Economico (2014a), *Decreto 24 aprile 2014*, http://www.fondidigaranzia.mcc.it/allegati/fondo_di_garanzia/DM24-04-2014-disposizioni-operative-FdG-portafogli-di-finanziamenti.pdf.

Ministero dello Sviluppo Economico (2014b), *Decreto 5 giugno 2014, Attuazione dell'art. 12, comma 6-bis, del decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, relativo all'estensione degli interventi del Fondo di garanzia per le PMI alle operazioni di sottoscrizione di obbligazioni o titoli similari emessi da piccole e medie imprese*, GU Serie Generale n.172 del 26-7-2014, <http://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/07/26/14A05880/sg>.

OECD (2015), *SME debt financing beyond bank lending: the role of securitisation, bonds and private placements*, OECD, Report transmitted to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors at their meeting on 9-10 February 2015 in Istanbul, <https://g20.org/wp-content/uploads/2015/04/SME-Debt-Financing-Beyond-Bank-Lending-the-Role-of-Securitization-Bonds-and-Private-Placements1.pdf>.

Osservatorio Mini-Bond (2015), *I° Report italiano sui Mini-Bond*, MIP School of Management, Dipartimento di ingegneria gestionale, Politecnico di Milano, <http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti>.

Panizzolo, D. (2014), *Il modello di scoring del Fondo Centrale di Garanzia: un'analisi d'impatto*, DEM discussion papers, Università di Trento, http://web.unitn.it/files/download/27419/demdp2014_07revi.pdf.

Regione autonoma Trentino-Alto Adige (2014), *Bando di gara mediante procedura aperta sopra soglia comunitaria ai sensi dell'art. 55 del d. lgs. 163 del 12 aprile 2006, per la selezione di una Società di Gestione del Risparmio per la promozione, l'istituzione, l'organizzazione, l'amministrazione e la gestione – ai sensi della legge regionale 8/2012 – del Fondo strategico del Trentino-Alto Adige*, Ufficio contratti e appalti, [http://www.regione.taa.it/\(S\(j2ditw55xce20dq3nfxobpna\)\)/appalti/schedabandi.aspx?ID=227](http://www.regione.taa.it/(S(j2ditw55xce20dq3nfxobpna))/appalti/schedabandi.aspx?ID=227).

Repubblica Italiana (2003), *Decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici*, GU n.229 del 2-10-2003 - Suppl. Ordinario n. 157, <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2003-09-30;269>.

Repubblica Italiana (2013), *Decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, Interventi urgenti di avvio del piano "Destinazione Italia", per il contenimento delle tariffe elettriche e del gas, per l'internazionalizzazione, lo sviluppo e la digitalizzazione delle imprese, nonché misure per la realizzazione di opere pubbliche ed EXPO 2015*, GU n.300 del 23-12-2013, convertito con modificazioni dalla L. 21 febbraio 2014, n. 9 (in G.U. 21/2/2014, n. 43), <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto-legge:2013-12-23;145!vig>.

- Repubblica Italiana (2015), *Decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*, GU n.19 del 24-1-2015, <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2015-01-24;3>.
- SACE (2014), *Operativo “Sviluppo export”, il nuovo fondo da 350 milioni di euro per l'internazionalizzazione delle imprese*, Comunicato stampa, <http://www.sace.it/docs/default-source/Comunicati-stampa/Comunicati-stampa-2014/comunicato-stampa---fondo-sviluppo-export.pdf?sfvrsn=2>.
- Schwienbacher, F. (2014), *Euregio Minibond*, presentazione al convegno “Il finanziamento delle PMI alternativo al Credito Bancario”, Università di Macerata, <http://economiaediritto.unimc.it/it/ricerca/conferenze/del-dipartimento/anno-2014/2014.11.142.pdf>.
- Wehinger, G. (2012), Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing, and SME financing, *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2012 (1), pp. 1-15.

ABSTRACT

The paper aims to provide a preliminary analysis of the new guidelines on Risk Finance State Aid published by the European Commission in 2014, with specific reference to their impact on the new Italian minibond market, i.e. the market for debt securities issued by unlisted companies. We intend to verify whether new financing channels supported by public aid create additional value in comparison with traditional programs based upon bank lending thanks to their capacity to address “market failures” in order to unlock investment projects that would otherwise be rationed, with a better multiplicative effect of public resources allocated to the program.

The analysis is composed of three sections: (a) interpretation of the EU guidelines on Risk Finance State Aid, with specific reference to the rules that constrain risk transfer from private to public investors; (b) review of some recent programs concerning the provision of public guarantees on minibond issues and the public co-financing of closed-end investment funds specialising in private debt; (c) preliminary diagnosis of the functionality of such programs, and assessment of their futures prospects.