



Presidenza del Consiglio dei Ministri
**Dipartimento della
Funzione Pubblica**

ESPERI@
ALTA FORMAZIONE SPECIALISTICA
e-LEARNING



Gli strumenti finanziari: inquadramento, caratteristiche ed elementi di novità

Formez  **PA**

Questo materiale didattico rientra nell'ambito dei Percorsi e-Learning di alta formazione specialistica del Progetto Esper@ - Rafforzamento della capacità istituzionale ed amministrativa delle Regioni e degli Enti Locali del Mezzogiorno mediante il reclutamento di nuove figure professionali - Linea 7 Alta Formazione.

Finanziamento: Programmazione 2007-2013

Questo materiale è distribuito con Licenza [Creative Commons Attribuzione - Condividi allo stesso modo 4.0 Internazionale](https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/).



Autore: Daniele Valerio

Creatore: Formez PA

Diritti: Dipartimento della Funzione Pubblica

Data: Agosto 2017

Gli strumenti finanziari: inquadramento, caratteristiche ed elementi di novità

Il contesto di riferimento

Tra gli effetti della crisi finanziaria ed economica globale occorre ricordare l'importante contrazione degli investimenti pubblici che, in Italia come in Europa, ha reso più difficile l'avvio di un percorso di crescita.

L'anomalia di questi anni deriva dal fatto che, nonostante la contrazione del credito (il cd. credit crunch), la liquidità presente nel sistema sia a livelli considerevoli, in ragione dell'accumulo da parte dei settori pubblico e privato (che hanno preferito accantonare anziché investire) ed in ragione delle politiche (in particolare della BCE) volte a sostenere la crescita con importanti immissioni di disponibilità liquide nel sistema bancario.

Tali disponibilità, tuttavia, non sembrano riuscire a passare da quello che è il sistema finanziario all'economia reale per via della percezione crescente del rischio che gli operatori (industriali e finanziari) rilevano nei confronti di progetti anche sostenibili dal punto di vista economico-finanziario.

In aggiunta al quadro descritto, di per sé complesso, si consideri che il settore pubblico, stretto tra vincoli economici e finanziari crescenti, non ha potuto espletare la sua funzione di motore dell'economia attraverso la realizzazione delle opere pubbliche.

Ci si trova di fronte, nei fatti, ad un **fallimento di mercato** che ha portato i decisori UE alla ricerca di forme finanziarie che sapessero conciliare le note esigenze di rigore nei conti pubblici e la impellente necessità di un rilancio economico anche attraverso gli investimenti.

L'equilibrio tra queste due posizioni non può che passare da un maggiore coinvolgimento di soggetti privati e dall'abbandono, graduale ma deciso, di forme di finanziamento a fondo perduto in direzione di forme di finanziamento **rotativo** capaci di ottimizzare l'utilizzo delle risorse e di responsabilizzare i percettori.

Tra le risposte che si sono trovate per conciliare ciò che apparentemente sembra inconciliabile figurano senza dubbio gli strumenti finanziari che rappresentano una spinta in

direzione di un utilizzo maggiormente efficace delle risorse pubbliche.

Cosa sono gli strumenti finanziari?

Gli strumenti finanziari (SF) possono essere definiti come misure di sostegno finanziario messe a disposizione dall'Unione europea (tramite i **Fondi strutturali**) al fine di perseguire uno o più obiettivi strategici dell'Unione stessa.

L'elemento di novità degli SF sta nel fatto che una parte delle risorse tradizionalmente messe a disposizione a fondo perduto dall'UE a supporto degli investimenti, viene utilizzata per la costituzione di fondi che hanno lo scopo di investire in prodotti finanziari, quali ad esempio: prestiti, garanzie, capitale azionario o altri meccanismi di assunzione del rischio, che comportano una restituzione del capitale investito.

L'attivazione di SF non comporta, tuttavia, la scomparsa delle tradizionali sovvenzioni a fondo perduto. Come definito dai Regolamenti UE, infatti, gli SF possono essere combinati, se del caso, con sovvenzioni, con riduzioni di interessi o abbuoni di commissioni, fino ad arrivare a combinazioni che includono attività di supporto tecnico.

Di rilevanza crescente negli anni, gli SF hanno fornito supporto a piccole e medie imprese (comprese le microimprese) e ai partenariati pubblico-privati per la realizzazione di interventi in un sempre più ampio ventaglio di ambiti che vanno dal sostegno alla competitività delle PMI all'occupazione, dal supporto a microimprese e imprese sociali, alla realizzazione di infrastrutture, alla lotta ai cambiamenti climatici, sino ad arrivare ad interventi nel comparto dell'ICT e ad azioni tese a favorire la creazione di un mercato concorrenziale.

Il meccanismo-tipo di funzionamento di uno SF è di tipo indiretto e vede **un'Autorità di Gestione** (in genere una regione) allocare le risorse derivanti dai Fondi strutturali UE ad uno o più **Holding Fund**, che investe in diversi strumenti finanziari, oppure a uno o più **Specific Fund**, specificatamente dedicato ad uno strumento. Sono poi gli Specific Fund (cui dovranno essere allocate le risorse degli eventuali Holding Fund) a trasferire, tramite gli intermediari finanziari, le risorse dei Programmi Operativi ai destinatari finali (final recipient) sotto forma di partecipazioni azionarie al capitale di PMI, di prestiti, di garanzie e/o di altri strumenti di investimento.

In generale, gli SF possono essere definiti fondi che investono in particolari tipologie di

strumenti (prestiti, garanzie, equity o combinazioni di essi) che si propongono di superare (anche se come visto non in toto) il ricorso alle sovvenzioni a fondo perduto, garantendo rispetto alle medesime:

- la **rotatività** delle risorse, che consiste nella particolare strutturazione che prevede la restituzione delle somme erogate (o poste a garanzia) dallo SF e il riutilizzo delle medesime nel fondo stesso;
- la possibilità di raggiungere importanti livelli di **leva finanziaria**, rappresentata dal rapporto tra il contributo pubblico e le risorse effettivamente destinate al progetto (generalmente maggiori);
- l'opportunità, specialmente per le PA, di acquisire **know how finanziario**, un tema troppo spesso demonizzato negli ultimi anni (talvolta anche a ragione).

La rotatività degli strumenti finanziari

Una delle caratteristiche essenziali degli SF è rappresentata dalla rotatività, intesa quale configurazione dello strumento che prevede il rimborso, da parte dei beneficiari, delle risorse che a vario titolo vengono messe a disposizione. Tale caratteristica si concretizza quale punto di forza degli SF, in quanto le risorse restituite (generalmente incrementate di un tasso di interesse) sono reimmesse nel fondo e riutilizzate per sostenere ulteriori investimenti o, al termine del ciclo di programmazione, reinvestite dalle Autorità di Gestione per un ulteriore utilizzo a beneficio dello stesso tipo di azione.

Le risorse degli SF, a differenza del contributo a fondo perduto, sono restituite consentendo (almeno potenzialmente) il **perpetuarsi delle misure finanziate**, che si auto-sostengono. Trattandosi di risorse a restituzione, quindi, gli SF possono porsi a garanzia della sostenibilità economico-finanziaria per l'attuazione di diverse politiche e diversi progetti.

La possibilità di erogare fondi anche a condizioni di mercato (con conseguente riconoscimento di una remunerazione) comporta non solo il perpetuarsi di un ipotetico intervento ma, anche, la possibilità di ipotizzare un **ampliamento costante del numero dei beneficiari** del fondo, a differenza delle sovvenzioni, che non permettono tale incremento a meno di un incremento del valore della sovvenzione.

Ulteriori elementi da considerare, quale effetto della rotatività dei fondi, sono la **responsabilizzazione dei beneficiari**, che saranno incentivati a selezionare solo i progetti che garantiscono una maggiore possibilità di sopravvivere nel tempo e ripagare le risorse dello SF, nonché la possibilità di contenere il rischio di azzardi morali all'utilizzo non coerente delle risorse pubbliche, elevato in caso di sovvenzioni a fondo perduto.

La rotatività, se da un lato permette un migliore e crescente utilizzo delle risorse a disposizione per lo sviluppo territoriale, dall'altro orienta le progettualità nel medio-lungo periodo garantendo la sostenibilità degli interventi, non solo dal punto di vista economico ma anche con riferimento agli impatti sociali, in coerenza con le politiche definite dalla strategia di Europa 2020¹.

La leva finanziaria

Se la rotatività garantisce un incremento delle risorse a disposizione delle politiche di intervento nel tempo, occorrendo infatti la restituzione del capitale per goderne dei benefici, la leva finanziaria permette un apporto maggiore di risorse sin dalle prime fasi dell'intervento.

Essa si concretizza in un **effetto moltiplicatore** che gli SF hanno sui fondi pubblici e deriva dal fatto che le Autorità di Gestione devono necessariamente cofinanziare l'iniziativa. Questo comporta, in prima battuta, che per almeno ogni euro di derivazione UE, vi sia una contribuzione dell'Autorità di Gestione.

Considerato, inoltre, che gli strumenti finanziari sono risorse in buona parte veicolate dagli intermediari e dagli operatori finanziari, ne emergono, in seconda battuta, importanti partnership che permettono di ipotizzare cofinanziamenti finanziari che si concretizzano in ulteriori addizionalità di risorse private che amplificano la capacità d'incidenza di questi strumenti.

Lo SF, infine, finanziando particolari iniziative, può richiedere che i soggetti beneficiari di ultima istanza garantiscano, a loro volta, una compartecipazione.

La sommatoria dei differenti livelli di compartecipazione permette di ottenere un importante

¹ Commissione UE (2014), *Summary of data on the progress made in financing and implementing financial engineering instruments*, Ref. Ares(2014)3170816 - 30/09/2014

livello di leva finanziaria stimato da un'analisi della Commissione europea che illustra come per ciascun euro di investimento pubblico in capitale di rischio siano stati corrisposti fino a 3,4 euro d'investimento complessivo a favore delle imprese, e per ogni euro pubblico stanziato in garanzie e prestiti rispettivamente 7,5 e 2 euro in prestiti per i beneficiari finali².

Se da un lato il perseguimento di un livello accettabile di leva finanziaria comporta la possibilità di intervento con intensità di aiuto pubblico più contenute rispetto al fondo perduto e con la riduzione dei potenziali effetti distorsivi sui mercati dei contributi pubblici, da un altro lato è possibile affermare come la ricerca della leva finanziaria sia tra gli elementi che permettono una ripartizione dei rischi connessi ai progetti, con la conseguente riduzione dei rischi a carico dei finanziatori e la possibilità di dare un contributo all'allocazione della liquidità inutilizzata e ferma nei mercati finanziari per il finanziamento di progettualità a supporto dello sviluppo.

Il trasferimento del know how

Tra i benefici che interessano gli SF rispetto alle forme tradizionali di finanziamento, occorre considerare anche la potenziale attivazione di un effetto leva non solo dal punto di vista finanziario, ma anche dal punto di vista **professionale**.

L'implementazione e la gestione di SF, nell'ambito delle politiche di coesione, presuppone l'implementazione di un **sistema di governance** che sappia porsi a presidio delle relazioni istituzionali tra operatori finanziari, da un lato, e PA, dall'altro e garantisca la partecipazione effettiva dei diversi portatori d'interesse al processo di definizione delle policy.

Il coinvolgimento dei beneficiari privati e degli intermediari finanziari, tipico degli SF, comporta il trasferimento di un enorme patrimonio di know how dal settore pubblico al settore privato e viceversa.

Questo fa sì che gli SF permettano di **attenuare le asimmetrie informative**, ma anche finanziarie e di rischio, oltre che implicare una crescita professionale delle PA con riferimento al presidio degli strumenti e delle progettualità ad essi collegati.

² Commissione UE (2012), *Commission Staff working document Financial Instruments in cohesion policy*, Brussels, 27.2.2012 swd(2012) 36 final

La PA, tuttavia, non è l'unico beneficiario del trasferimento di competenze. Anche i privati sono beneficiari di quella che viene definita una "funzione maieutica sia dal lato dell'offerta che della domanda di finanza"³ in quanto gli operatori finanziari, oltre ad una maggiore dimestichezza con le complesse e variabili regole del public procurement, affinano le competenze in tema di valutazione dei progetti con una valutazione più appropriata dei rischi, mentre i beneficiari finali hanno l'opportunità di avvicinarsi agli strumenti di mercato in un contesto, quello degli SF, che potrebbe definirsi protetto, vista la presenza pubblica importante.

A livello sistemico, si registra una crescita delle competenze che porta a processi di selezione progettuale più efficaci, con vantaggi in termini di criteri di selezione, tempistiche e controllo dello stato di attuazione e degli impatti socio-economici dei singoli progetti.

I progetti finanziabili dagli SF

Gli SF nascono per ovviare al fallimento del mercato finanziario che vede, a livello di sistema, la contemporanea presenza di importanti disponibilità liquide e progettualità non finanziate per via dell'elevata percezione del rischio da parte dei potenziali finanziatori. Nel sistema finanziario, l'offerta di risorse, a livello teorico, è rappresentata da due grandi categorie di soggetti:

- gli *equity provider*, che investono in capitale di rischio, con probabilità di perdita più elevate, a fronte di un tasso di rendimento atteso adeguato;
- i *debt provider* che forniscono prestiti sia a breve che a medio-lungo termine, accettando un rischio minore rispetto agli equity provider e, con esso, un rendimento inferiore.

Complice l'incertezza dei mercati e la percezione sul rischio che, come visto, risulta alterata in eccesso, non è infrequente che progetti permettano rendimenti inferiori a quanto atteso dagli equity provider e, allo stesso tempo, siano valutati troppo rischiosi dai debt provider con il risultato del mancato finanziamento del progetto.

Gli SF intervengono in questo caso ponendosi come finalità quella di supportare

³ Cfr. IFEL (2016), *Strumenti finanziari per gli investimenti pubblici nella Politica di coesione 2014-2020*, novembre 2016

finanziariamente i progetti in modo da ridurre il rischio al fine di influire sulle scelte di investimento:

- degli equity provider, che a fronte di un rischio inferiore possono trovare accettabile un rendimento minore;
- dei debt provider, avversi al rischio, che vedono ridotto il rischio ad un livello tollerabile e, quindi, finanziabile.

Lo scopo degli SF, in sostanza, è quello di supportare la realizzazione di **progetti sostenibili** che scontano un **gap finanziario** derivante dallo scostamento tra rischio percepito e remunerazione del medesimo.

Gli SF non risultano adatti al finanziamento di progetti pubblici tradizionali e non auto-sostenibili in quanto il progetto non sarebbe in grado, una volta realizzato, di garantire la sostenibilità tale da restituire le risorse e garantire la rotatività dello strumento.

Al pari, gli SF risultano non adatti a progetti di mercato puro i quali, risultando pienamente sostenibili e finanziabili, renderebbero nei fatti nullo il valore aggiunto degli SF che risulterebbero inutili, ove non dannosi, per via di un intervento pubblico in un contesto di mercato funzionante.

È evidente, quindi, come gli SF debbano presupporre la capacità del progetto di generare valore economico ed entrate sufficienti a ripagare l'intervento dello strumento medesimo o debbano prevedere, nel caso si presupponga che i progetti da finanziare non siano in grado di generare un reddito sufficiente ad ammortizzare gli impegni finanziari assunti, che il soggetto pubblico committente si faccia carico di tali oneri. Scelta, quest'ultima, che deve essere attentamente valutata con un'analisi costi-benefici che tenga in debita considerazione le **regole e i vincoli** gravanti sulla finanza pubblica e sulla possibilità di ricorrere all'indebitamento da parte delle PA.

Come visto in precedenza, grazie agli strumenti finanziari risulta possibile finanziare uno spettro importante di investimenti e raggiungere benefici per le finanze pubbliche, per i territori di riferimento e per il comparto dei soggetti privati coinvolti.

Alle diverse ragioni che hanno condotto parecchie Autorità di Gestione a prevedere

l'attivazione di SF, tuttavia, se ne affiancano altre che ne hanno ostacolato l'attivazione e che devono essere opportunamente considerate nell'implementazione di uno SF. In particolare ci si riferisce:

- alla **complessità** insita nella creazione e gestione degli SF, resa più critica dalla carenza nelle PA delle **expertise** necessarie per il presidio di detti strumenti cui, anche in ragione dei vincoli alle assunzioni e alle prestazioni di servizi, non è sempre facile porre rimedio. Tale criticità costringe spesso ad affidarsi alle conoscenze finanziarie degli operatori dei quali, tuttavia, la PA rischia di perdere il controllo in ragione delle asimmetrie di conoscenza, salvo il processo di scambio di know how visto in precedenza (che tuttavia richiede tempo);
- ai **costi elevati** connessi alla creazione e alla costituzione di uno SF. Nella valutazione circa l'opportunità di porre in essere uno SF, infatti, occorre considerare sia i costi diretti di implementazione (professionisti, legali, ecc.), sia i costi indiretti, connessi alla pubblicizzazione, alla comunicazione, all'assistenza ai beneficiari, ecc. e, quindi, al supporto a far sì che l'offerta di risorse incontri la domanda;
- alla esigenza, derivante dai costi elevati, di raggiungere una **dimensione finanziaria minima** necessaria al fine di garantire, da un lato, un impatto sui beneficiari finali in termini di efficacia e, dall'altro, la possibilità di ammortizzare i costi di strutturazione e gestione degli strumenti.