

## **Gli investimenti di lungo periodo in Europa La nascita del tema e le prospettive future<sup>1</sup>**

Franco Bassanini e Edoardo Reviglio

Il tema degli investimenti di lungo termine, propostoci dal *Circle des Economistes* e dall'Ambasciata italiana a Parigi, è oggi assolutamente cruciale. La ripresa economica, che nei Paesi dell'Europa meridionale è ancora sotto la minaccia di una *triple-dip recession*, e la competitività dell'Europa richiedono una decisa ripresa degli investimenti nell'economia reale, così come nelle infrastrutture, e in innovazione, ricerca e sviluppo. Lo richiede anche la prosecuzione del percorso di consolidamento della finanza pubblica, che non è sostenibile nel tempo senza la ripresa di un tasso di crescita (e di inflazione) ragionevole. In Italia, per esempio, la spesa annuale per investimenti pubblici è crollata in cinque anni di oltre il 50%, e il processo di *spending review*, pur condotto con rigore e determinazione, non varrà a recuperare i livelli precedenti, essendo pressochè pacifico che gli spazi finanziari che esso varrà a creare dovranno essere impiegati per la riduzione del debito pubblico (imposta dal *fiscal compact*) e per l'indispensabile alleggerimento della pressione fiscale sul lavoro e sulle imprese.

Come ci ha ricordato l'Ambasciatore Magliano, è grazie ad una collaborazione italo-francese che il tema del finanziamento di lungo periodo dell'economia venne introdotto e si è sviluppato all'interno nella UE fin dall'autunno del 2008 e da lì si è esteso fino a ricomprendere, attraverso il G 20, il resto del mondo. Ponemmo la questione in un paper a nostra firma presentato alla Conferenza Eurofi di Goteborg del 2009, indicando anche le correzioni normative necessarie per eliminare gli handicap regolatori che penalizzano gli investimenti di lungo termine nell'economia reale e nelle infrastrutture e favoriscono gli impegni finanziari a breve. Quel paper cadde nel disinteresse generale, con una eccezione rilevante, quella di Jacques de Larosière, che rilanciò il tema e ci incoraggiò ad insistere: e poiché, in questo caso, i consensi e i dissensi non si contano, ma si...pesano, l'approvazione di de Larosière ci fece capire che era solo questione di tempo. Ed

---

<sup>1</sup> Relazione al Seminario italo-francese "*The challenge of long term investment for Europe: a French-Italian view*", organizzata dal Cercle des Economistes e dall'Ambasciata d'Italia a Parigi, 16 maggio 2014.

infatti, due anno dopo, la Conferenza Eurofi sposò completamente le tesi esposte invano a Goteborg.

Ma altre vicende avevano nel frattempo consentito di strutturare una serie di iniziative per il rilancio degli investimenti di lungo termine. A Parigi, nell'autunno 2008, i vertici delle quattro maggiori banche pubbliche di sviluppo europee (BEI, KfW, CDC, CDP) si incontrarono all'Hotel de Pomereu, storica sede della *Caisse des depot e consignation*, per dare corso alla richiesta del Consiglio europeo di studiare la fattibilità della creazione di un grande fondo europeo per le infrastrutture e l'energia, sulla base di una proposta avanzata dal Ministro italiano dell'economia e delle finanze all'Ecofin informale del 28 settembre 2008. La proposta aveva tre obiettivi: (1) dare un forte messaggio politico sulla necessità di rafforzare il finanziamento dell'economia europea in un momento di crisi profonda e di smarrimento; (2) sostenere la ripresa del mercato del finanziamento delle infrastrutture (e delle PMI) e (3) mettere in rete le grandi casse europee a favore della crescita di lungo periodo dell'economia europea.

Da allora molta strada è stata fatta. Non solo in Europa, ma in tutto il mondo. Il concetto del finanziamento di lungo periodo dell'economia è oggi nell'agenda dei governi, delle grandi organizzazioni internazionali, dei regolatori nazionali ed internazionali, del G 20, del mercato e dell'Unione europea. In Europa, in particolare, la Commissione ha prodotto un "Action Plan" che contiene la *road map* per la prossima legislatura europea. Contiene una serie di indicazioni chiare. Alcune su cui c'è ampio consenso, altre meno. Alcune tecnicamente più facili da realizzare, altre più difficili. In generale, tuttavia, il mercato, le banche e le imprese sono sulla linea di partenza e spingono affinché molte delle iniziative proposte vengano lanciate. I Governi e la UE ne sono consapevoli e ne riconoscono l'urgenza. La Presidenza italiana del semestre europeo avrà il compito di traghettare il processo da una legislatura europea all'altra. Dopo quattro anni di molte parole (e pochi fatti) è arrivato il momento di passare alla realizzazione di concrete politiche pubbliche.

### **Una breve cronistoria: 2008-2013**

Ma prima di entrare nel merito del tema di questa giornata, proveremo a ricordare, in estrema sintesi, in ordine cronologico, le principali proposte e iniziative che si sono succedute, a livello europeo (e globale), sul fronte degli investimenti di lungo periodo dopo quell'incontro all'Hotel de Pomereu che abbiamo ricordato in apertura.

A dicembre del 2008 il Consiglio europeo dà il via libera alla costituzione del Fondo Marguerite, che diventa una dei principali fondi Greenfield in Europa.

Nei primi mesi del 2009 Caisse des Dépôts, Cassa Depositi e Prestiti, la BEI and KfW creano il *Long Term Investors' Club* (LTIC).

A giugno del 2009 si tiene la prima Conferenza Annuale del Club che vede la partecipazione di alcuni noti economisti tra i quali Olivier Blanchard (Capo economista del Fondo monetario), Pier Carlo Padoan (Capo economista dell'OCSE) e Nouriel Roubini, oltre a rappresentanti delle istituzioni, nazionali ed europee, rappresentanti dell'industria finanziaria, investitori e la grande stampa internazionale. L'OCSE partecipa come co-promotore del Convegno e da quel momento diventa partner stabile di molte delle iniziative del Club. I temi affrontati nella prima Conferenza annuale del Club sono: la necessità degli investimenti di lungo periodo per la crescita e la stabilità, il finanziamento delle infrastrutture e delle PMI, il rapporto tra investimenti di lungo periodo e regole contabili, ed il rapporto tra visione di breve e visione di lungo periodo degli investimenti finanziari.

Alla Conferenza di Parigi ne seguiranno altre nei tre anni successivi a Roma, Rabat e Lussemburgo. E nell'autunno del 2010 un Forum Speciale a Venezia, nella splendida cornice dell'isola di San Clemente.

Negli anni il pensiero del Club si è evoluto. È stato costituito un Comitato Scientifico che ha avviato una serie di gruppi di lavoro comuni che hanno affrontato temi legati agli investimenti di lungo periodo. Abbiamo preso coscienza di una serie di problemi. Abbiamo proposto soluzioni. La prossima Conferenza Annuale potrebbe tenersi a Bruxelles in autunno, quando il nuovo Governo europeo si sarà già insediato. Il tema della Conferenza sarà, ovviamente, "cosa fare?", dunque la proposta di un Action Plan per i quattro anni della nuova legislatura.

Il 25 di febbraio 2009 venne consegnato al Presidente della Commissione europea Barroso il Rapporto de Larosière <sup>2</sup> sulla supervisione finanziaria. Esso affrontava, tra l'altro, il tema degli standard contabili sostenendo che il modello di business degli intermediari deve essere tenuto in debita considerazione, soprattutto se costituito da attività e passività di lungo termine, che gli standard devono promuovere i comportamenti pro-ciclici e che gli investimenti di lungo periodo devono essere incoraggiati. <sup>3</sup> Inoltre, sul fronte della corporate governance, suggeriva di rivedere i sistemi di remunerazione, affinché favoriscano l'interesse (non di breve) ma di lungo periodo degli azionisti e della società. <sup>4</sup>

Nella primavera del 2009 la BEI, insieme alla Commissione europea, su richiesta del Commissario ai Trasporti e del Vice Presidente greco della BEI, consegnarono una proposta per una programma di sostegno all'emissione di project bonds per finanziare i progetti TEN-T e Ten-E. Nasceva dalla constatazione che il sistema bancario europeo ed il mercato finanziario sono in crisi; che la domanda di debito dei grandi progetti infrastrutturali europei non trova una

---

<sup>2</sup> *The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Chaired by Jacques de Larosière, Bruxelles, February 25<sup>th</sup> 2009.

<sup>3</sup> "Accounting standards should not bias business models, promote pro-cyclical behavior or discourage long-term investment" (Recommandation 4).

<sup>4</sup> "In view of the corporate governance failures revealed by the current financial crisis, the Group considers that compensation incentives must be better aligned with shareholder interests and long-term firm-wide profitability" (Recommandation 11).

corrispondente offerta da parte del sistema bancario europeo. Si trattava di emettere bonds con una garanzia BEI per la realizzazione dei progetti di investimento dell'Agenda di Lisbona nei trasporti, energia, *climate change* e NGN. Per il resto, sia la BEI che le grandi Casse europee, finanziano direttamente, da soli o insieme alle banche commerciali, il sistema delle public utilities, che a sua volta, realizza una larga parte degli investimenti europei in infrastrutture.

Ci vorranno ben quattro anni per avviare la fase sperimentale della c.d. *Project Bond Initiative*. Ad oggi sembra che stia procedendo con successo. Assicurazioni e fondi pensione si prenotano in buon numero per comprare i nuovi titoli dei primi progetti da finanziare. Nei prossimi anni potremmo assistere alla nascita di un nuovo mercato di questi strumenti.

A Settembre del 2009 il Club incomincia a lavorare sul tema degli investimenti di lungo periodo con la Think Tank Eurofi, sotto la guida di Jacques de Larosière, partecipando alla Conferenza di Goteborg durante il semestre di Presidenza svedese. Gli autori della presente relazione presentano un paper dal titolo *New European Institutional Long Term Financial Instruments for a Strong, Sustainable and Balanced Global Growth* in cui si sottolinea l'importanza, nella *exit strategy* dalla crisi, degli investimenti realizzati con capitali e risparmio privato di lungo periodo, grazie al loro effetto moltiplicatore sul denominatore del rapporto debito pubblico/Pil. Si sosteneva anche che la UE dovesse: creare la giusta cornice regolamentare per attirare investitori di lungo periodo dall'Europa e dal resto del mondo; fare leva sulla credibilit  dell'Euro e sul processo di consolidamento fiscale gi  realizzato; "staccare il dividendo delle politiche di austerit  e di buona gestione dei conti pubblici europei"; creare strumenti finanziari comuni attraverso il network delle grandi banche pubbliche di sviluppo nazionali e multi-laterali, sul fronte del capitale di rischio, del debito e delle garanzie; introdurre gli Eurobond per la crescita e i project bonds per le infrastrutture.

L'intervento venne accolto – come gi  abbiamo ricordato – con un certo "stupore", se non "freddezza", da gran parte dei partecipanti. Fece eccezione Jacques de Larosière che ne colse subito lo spirito e ci incoraggi  a proseguire sulla strada delle riflessioni sul long term. Ma gi  dal 2010 il tema degli investimenti di lungo periodo viene poi incluso tra i principali "cavalli di battaglia" di EUROFI, che, senza cessare di essere un importante luogo di riflessione comune tra policy maker, economisti e operatori del mercato, diventa anche un sostenitore convinto (e una cassa di risonanza) delle ragioni del Club.

Nel mese di dicembre 2009 la CDP partecipa ad una Conferenza di un'altra importante Think Tank europea *Confrontations Europe* guidata da Philippe Herzog (consigliere del Commissario Barnier) che insieme al LTIC sosterr  con forza, negli anni successivi, il tema degli investimenti di lungo periodo.

Il 9 di Maggio del 2010 viene consegnato al Presidente Barroso il c.d. *Il Rapporto Monti*<sup>5</sup> dove il tema degli investimenti di lungo la necessit  di un *regolamentary framework* capace di attrarre capitali privati per il finanziamento di questi investimenti, divengono centrali nelle riflessioni sul rafforzamento del mercato unico e sulla ricerca di una *exit strategy* dalla crisi. Seguono una serie di comunicazioni della Commissione UE che sostengono, parimenti, la necessit  di sostenere gli

---

<sup>5</sup>*A New Strategy for the Single Market. At the Service of European Economy and Society*, Report to the President of the European Commission by Mario Monti, May 2010

investimenti di lungo periodo per stimolare la crescita, l'occupazione e il consolidamento fiscale e di definire un quadro regolatorio più favorevole per tali investimenti. <sup>6</sup>

Anche oltreoceano il tema degli investimenti di lungo periodo attira l'attenzione degli studiosi e degli operatori finanziari. Al *Center of Global Thought* della Columbia University, presieduto da Joseph Stiglitz, si tenne a ottobre del 2010 la prima di una serie di Conferenze dal titolo, *Sovereign Wealth Funds and other Long-Term Investors: A New Form of Capitalism*. Da parte nostra presentiamo un paper dal titolo "*Financing Long Term Investment after the Crisis: a View from Europe*", che riscuote un inaspettato interesse da parte degli economisti americani che vedono nell'economia sociale di mercato europea orientata al lungo periodo un modello per "frenare" lo short-termismo e la tendenza alla speculazione dell'industria finanziaria americana.

L'America di Obama ha un sistema di infrastrutture molto più obsoleto di quello europeo. L'Obama Recovery Plan nel 2008 aveva allocato oltre 800 miliardi di dollari in questi settori, attraverso una panoplia di diversi strumenti ed interventi (dalle garanzie agli incentivi fiscali fino al fondo perduto).

Nel 2009 i vertici della BEI vengono ricevuti dal Tesoro americano per valutare se costituire una Banca Americana per le Infrastrutture sul modello della grande banca multi-laterale dell'Unione. Parallelamente Obama lancia un piano di Project Bonds conosciuto come *Built American Bonds* (che godono di importanti incentivi fiscali che li rendono più attraenti dei titoli di Stato o dei municipal bond – va detto, per inciso, che l'emissione dei BABs sono un modo, per le municipalità molto indebitate sul mercato dei *municipal bond*, di approvvigionarsi con finanza aggiuntiva senza aumentare il debito locale in quanto i project bond non vengono consolidati nel debito delle *municipality*. In soli 18 mesi il mercato dei BABs raggiunge i 200 miliardi di dollari per investimenti in infrastrutture.

Il 2 di maggio del 2011 in occasione di un convegno organizzato dalla BCE e dalla BEI a Parigi, i vertici dei membri fondatori del LTIC hanno un incontro con Mario Draghi, Presidente del *Financial Stability Board* (FSB), durante il quale pongono il tema del rapporto tra il modello di business delle diverse istituzioni di lungo periodo e la filosofia del *mark to market* che sta a fondamento degli *International Accounting Standards* (IAS). Draghi coglie immediatamente il punto e ci assicura che, a sua volta, avrebbe posto la questione all'attenzione del FSB. Alcuni anni dopo, su mandato del G 20 l'FSB ha prodotto un rapporto sul tema del LTI nel quale la questione che avevamo sollevato allora con Draghi viene discussa per la prima volta. Il tema è ovviamente ancora aperto. Un apposito WG del LTIC sta dialogando con l'FSB. La questione è se sia il caso di introdurre una categoria addizionale per gli attivi finanziari che non rientrano né nella definizione del costo ammortizzato e né in quella del *fair value* attraverso la categoria del conto dei profitti e delle perdite, per attivi finanziari che sono sui libri in una prospettiva di medio e lungo periodo. L'auspicio è che da tale dialogo ne escano soluzioni che non penalizzino quelle istituzioni che hanno un modello di business basato su attività e passività di lungo periodo (come fondi pensione, assicurazioni e SWFs) o che operino secondo una missione di lungo periodo e pubblico interesse (come le banche nazionali e multi-laterali di sviluppo). Dopotutto, il concetto di "value in use" è già definito dallo IAS 36 – Paragrafo 6: "Il valore d'uso è il valore attuale atteso da un asset". Tale definizione potrebbe essere estesa ad asset finanziari detenuti da istituzioni che intendono mantenerli in portafoglio per un periodo lungo di tempo. Si eviterebbe che

l'indicatore principale di misura della redditività di un asset venga distorto dalle fluttuazioni di breve periodo. Gli esperti, tuttavia, sanno bene che, per quanto logico, tale indirizzo trova ostacoli tecnici e ideologici difficili da superare.

Il Club, durante i primi due anni di attività, si è occupato essenzialmente del ruolo delle banche, commerciali e non, nel finanziamento dell'economia reale e delle infrastrutture. Fin dallo scoppio della crisi, Jacques de Larosière ci ha ricordato che il sistema bancario europeo   bancocentrico, mentre quello americano   mercato-centrico. Quindi il "costo della stabilit " di Basilea III   molto maggiore in Europa che negli Stati Uniti.

Nel 2011 CDP ha sollevato questo problema all'interno del Club sostenendo la necessit  di incominciare a approfondire il ruolo degli investitori istituzionali di lungo periodo come fondi pensione, assicurazioni vita, e fondi sovrani nel finanziamento dell'economia e delle infrastrutture, anche per by-passare gli effetti negativi di medio periodo di Basilea III sul finanziamento di lungo periodo da parte del sistema finanziario europeo. Abbiamo cos  incominciato ad approfondire il tema dell'asset allocation dei fondi pensione e delle assicurazioni (tema su cui l'OCSE, fin dal 2009, aveva gi  incominciato a lavorare) e la questione di Solvency II. Abbiamo, credo, anticipato che stava nascendo una domanda di investimenti di lungo periodo, che se voleva essere soddisfatta, si sarebbe dovuta strutturare come una nuova "asset class". Oggi il tema appassiona il mercato finanziario che vede nella nascita di questa nuova classe di attivi grandi opportunit  di profitto e/o di stabilit .

Nel nostro primo paper sul ruolo degli investitori istituzionali negli investimenti di lungo periodo, avevamo anche affrontato il tema dell'eccessivo peso che Solvency II avrebbe imposto alle assicurazioni per detenere asset infrastrutturali, malgrado le statistiche mostrassero che i project bond hanno un tasso di recupero (recovery rate) migliore dei project bond, che invece richiedono un dispendio di capitale inferiore ai prestiti per la finanza di progetto <sup>7</sup>.

A marzo 2013 la Commissione Europea ha adottato il "Green Paper on the long-term financing of the European Economy". Il Green Paper rappresenta un importante passo in avanti da parte della UE nel riconoscimento dell'importanza degli investimenti di lungo periodo. La gran parte delle questioni poste da LTIC negli anni successivi sono acquisite dal documento della Commissione.

A dicembre 2013 viene dato alle stampe il Rapporto sul finanziamento delle PMI e delle infrastrutture europee preparato da un High Level Expert Group su richiesta della Presidenza di turno irlandese dell'Unione europea. Raccoglie la frontiera delle riflessioni sul finanziamento di lungo periodo in Europa.

Il 14 aprile 2014 il Parlamento europeo vota il Rapporto per la costituzione del *European Long-Term Investment Funds* (ELTIFs), che era stato proposto per la prima volta il 26 giugno dell'anno successivo. Si tratta di creare un fondo europeo per il finanziamento delle PMI e di altri investimenti di lungo periodo. Uno dei temi maggiormente in discussione al momento   la

---

<sup>7</sup> F. Bassanini, G. del Bufalo, E. Reviglio, *Financing Infrastructure in Europe Project Bonds, Solvency II and the "Connecting Europe" Facility*, articolo preparato in occasione del "Eurofi Financial Forum 2011" che si   tenuto in Wroclaw, il 15-16 settembre 2011, durante la Presidenza polacca della UE.

possibilità che al Fondo possano avere accesso anche gli investitori *retail*. In realtà, anche se forse è presto per dirlo, l'ELTIF ricorda molto il progetto Delors degli Eurobond per la crescita.

Infine, nella primavera del 2014 la UE pubblica una Comunicazione conosciuta come l'“Action Plan for Long-Term Financing of European Economy” che indica le sfide dell'agenda politica europea sul tema dei finanziamenti di lungo termine per la prossima legislatura. E su queste sfide, come vedremo, si concentrerà probabilmente il semestre di Presidenza italiana.

Parallelamente, la consapevolezza dell'importanza degli investimenti di lungo termine si è diffusa a livello globale ed è stata finalmente inserita nelle conclusioni del G 20 dalla presidenza russa nel settembre 2013. Anche la Presidenza australiana del G20, che segue quella russa, ha posto l'enfasi sul tema, in particolare sul finanziamento delle infrastrutture.

Infine, sin dal 2009, l'OCSE è stata coinvolto in un progetto per il reperimento di dati e la predisposizione di studi sul ruolo degli investitori istituzionali (fondi pensione, compagnie assicurative e SWF) nel finanziamento degli investimenti di lungo termine. Nel 2013, l'OCSE ha inoltre istituito una *taskforce* che ha redatto i “Principi per il Finanziamento degli Investimenti di Lungo Termine” da parte degli investitori istituzionali, approvati dal G20.

Il Club ha lavorato fin dall'inizio sul fronte degli investimenti di lungo periodo in stretto contatto con l'OCSE, che, tra le istituzioni internazionali, è quella che ha dato il contributo più convinto ed importante con la creazione di banche dati, pubblicazioni e convegni. In occasione dell'interesse La presidenza russa del G 20 nel 2013 e quella australiana nel 2014 hanno collocato il tema del finanziamento degli investimenti di lungo termine nell'agenda principale dei relativi G20, coinvolgendo anche la Banca Mondiale, il Fondo Monetario Internazionale e l'FSB nei lavori preparatori, insieme al LTIC e all'OCSE.

## **Gli investimenti di lungo periodo**

Per fare ripartire la crescita e mantenerla su binari sostenibili è necessario rafforzare gli investimenti di lungo periodo. Su questo molto è stato scritto e non vorremmo ripetere cose che tutti noi abbiamo già interiorizzato.

La ricerca per una definizione scientificamente rigorosa di “lungo termine” ha già prodotto una ampia letteratura. Tra le molte proposte vorremmo limitarci a sintetizzare brevemente quella che è stata elaborata recentemente dall'OCSE.

Il concetto di “lungo termine” viene contenuto all'interno di finanziamenti con una durata di almeno cinque anni. La definizione non si limita alla durata, ma include anche il vincolo che essi siano relativamente stabili nel tempo. Identifica così un insieme di criteri che gli investitori istituzionali possono utilizzare per riconoscerli:

- (i) sono *capitale produttivo* che danno sostegno al finanziamento delle infrastrutture, alla crescita “verde”, al finanziamento delle PMI;
- (ii) sono *capitale paziente* che permettono agli investitori di accedere a c.d. “premio di illiquidità”, raramente richiedono rifinanziamenti,

contribuiscono a ridurre la diffusione degli investimenti pro-ciclici, assicurano tassi netti di ritorno sugli investimenti non speculativi e stabili nel tempo, assicurando così una maggiore stabilità finanziaria per l'investitore;

- (iii) sono *capitale dedicato*, che incoraggia politiche attive di voto, che, a loro volta, migliorano la qualità della corporate governance.

## **Il finanziamento delle infrastrutture**

Le infrastrutture, in questa fase di transizione, esprimono alcune caratteristiche idiosincratiche tipiche dei mercati di nuova costituzione. L'offerta di finanza è tornata ad essere abbondante, ma la pipeline di progetti bancabili è spesso scarsa, anche nei mercati più avanzati come quello europeo.

Un esempio per tutti: uno dei maggiori fondi Greenfield che operano in Europa ha analizzato, negli ultimi due anni, circa 500 progetti nell'energia, nei trasporti e nella banda larga nei 29 paesi membri della UE. Tra questi ha deciso di co-investire nell'equity di solo 9 di essi. Altri fondi Greenfield che operano in Europa hanno un rapporto tra progetti analizzati e progetti in cui si è deciso di investire un po' più alto, anche se rimane comunque, nella media, ben al di sotto del 30%.

Questo preoccupa e sta a significare che molto resta da fare per far decollare il PPP in Europa. Mancano pipeline di progetti "investment grade", quindi non solo bancabili, ma anche adatti per le categorie di investitori più prudenti sul mercato dei capitali, come i fondi pensione e le assicurazioni vita. La costruzione e il finanziamento di una grande opera, soprattutto nei settori ad alto contenuto tecnologico oppure ad alto rischio regolamentare o macro-economico, richiedono un complesso concerto tra diversi soggetti; e non per un periodo breve di tempo, ma in molti casi per 30 o 50 anni. Il settore pubblico, per esempio, in vari paesi della UE, non sembra essere sempre all'altezza dei suoi compiti, sia tecnicamente che dal punto di vista politico, regolamentare ed amministrativo. La UE può e deve fare molto su questo fronte; ma anche i singoli paesi membri devono lavorare sul contesto regolamentare e sulla qualità tecnica delle strutture pubbliche coinvolte, con diversi ruoli, nelle iniziative di PPP.

Il modello di nuova generazione nel finanziamento delle infrastrutture che sta emergendo a livello globale rappresenta una vera e propria nuova frontiera nella realizzazione degli investimenti. Processi e modelli sono più complessi del passato, e pongono sfide continue a tutti gli attori coinvolti (settore pubblico, settore privato e comunità finanziaria).



Le Smart City del futuro, per esempio, saranno composte di sistemi di infrastrutture integrate, e potranno essere effettivamente realizzate soltanto attraverso strutture finanziarie innovative ad hoc.

Ma chi sono i potenziali finanziatori delle opere in PPP? E quali i prodotti finanziari più adatti?

Nel finanziamento di progetti Greenfield di media e grande dimensione, gli strumenti utilizzabili da fondi istituzionali di lungo periodo (fondi pensione, assicurazioni, ecc.) sono limitati, al momento, ai seguenti: (i) *quote di capitale di rischio nei singoli progetti* (“unlisted equity”), possibilmente a fianco di fondi di private equity di grande reputazione, che giocano un ruolo di *anchor investor*; (ii) *project bond* garantiti dalla BEI (in questo caso la garanzia ed il premio di illiquidità giustificano un rendimento più alto); e (iii) attraverso la partecipazione diretta al debito dell’opera, da soli (“shadow banking”) o a fianco di altri intermediari.

Questo tipo di investimento è limitato ai fondi pensione o alle compagnie assicurative di grandi dimensioni, le uniche in grado di creare internamente o di acquisire dal mercato “capacità di valutazione indipendente” di questi strumenti.

I numerosi fondi pensione e assicurazione di minore dimensione, hanno grandi difficoltà ad investire singolarmente in questo tipo di strumenti. Per lo più, costrette ad allearsi tra di loro, attraverso c.d. “club deal”, condividendo l’acquisto di capacità di analisi esterne.

In generale, perciò, il nuovo modello di finanziamento non bancario delle infrastrutture potrebbe avere bisogno della nascita di una nuova categoria di intermediari, in grado di fare da ponte tra gli investitori e gli investimenti.

Lo stesso tipo di schema vale per le opere medie e grandi nel Brownfield. Le competenze richieste in quest’ambito sono, tuttavia, diverse. Attualmente, la domanda di opere Brownfield da parte degli investitori è di gran lunga superiore a quello di opere Greenfield. Tuttavia, in generale, nei prossimi decenni, soprattutto nelle economie emergenti, ma non solo, la necessità di costruire opere nuove sarà superiore al fabbisogno richiesto per gestire ed ammodernare le opere esistenti.

Va osservato, per inciso, che stiamo parlando del mercato delle opere in PPP, che contano in Europa solo per il 10% di tutte le infrastrutture finanziate. Il restante 90% viene finanziato o dal settore pubblico o dal settore corporate. Nel primo caso è il Governo a pagare l’intero costo dell’opera attraverso la fiscalità generale. Nel secondo caso sono le imprese che garantiscono il rischio con il proprio bilancio. In questo secondo caso gli investitori possono investire in azioni o corporate bond emessi non su singoli progetti, ma sull’impresa che realizza le infrastrutture.

Il mercato mondiale dell'equity per le infrastrutture vale poco meno di 500 miliardi di dollari (dati Dialogic, 2013), di cui 2/3 in Europa. Se consideriamo una leva media dell'80%, 500 miliardi di capitale di rischio in finanza di progetto, equivalgono a circa 2.500 miliardi di opere finanziate a livello mondiale (di cui 2.000 di debito). A titolo meramente esemplificativo, questo ammontare può essere messo a confronto con i circa 90.000 miliardi di asset gestiti a livello globale da fondi pensione, assicurazioni e fondi sovrani.

Non si chiede, quindi, ai fondi pensione e ad altri *long term institutional investor* di diventare i principali finanziatori delle infrastrutture. Si tratta solo di favorire la nascita di un nuovo modello in cui questo tipo di investitori sia messo nelle condizioni di aumentare di almeno due o tre volte la propria capacità di investimento nella *asset class* infrastrutturale. Incentivando una maggiore allocazione da parte degli investitori istituzionali in investimenti in infrastrutture, passando per esempio dall'attuale 3% anche solo al 5% del totale degli asset gestiti, si potrebbero reperire ulteriori risorse per circa 2.200 mila miliardi di dollari a livello globale (HSBC, 2012). I fondi canadesi ed australiani investono già attualmente circa il 15% in infrastrutture. Non credo sia possibile arrivare a tanto in altri Paesi in tempi brevi, ma avvicinarsi a quella soglia potrebbe essere auspicabile.

Diverso – ma non di minore importanza – è il caso di opere in PPP di minore dimensione, come ad esempio, le infrastrutture sociali (ospedali, scuole, asili nido, edilizia sociale) o come le infrastrutture energetiche o di altra natura, ma sempre di dimensione media e piccola.

Se vogliamo che anche questo tipo di opere possano essere finanziate, almeno parzialmente, dagli investitori istituzionali di lungo periodo, è necessario che siano standardizzate e raccolte in portafogli dedicati. Questo pone alcune sfide che dovrebbero essere al centro delle azioni di policy della UE nella prossima legislatura.

Può forse essere utile un accenno alla nuova struttura di costruzione dell'edilizia scolastica nel Regno Unito che utilizza gli schemi di nuova generazione in un paese dove il PPP è nato e si è sviluppato con un certo successo.

In breve, lo schema è il seguente. Il processo è centralizzato e gestito per il settore pubblico direttamente dal Governo. Viene affidata a ciascuna SPV la realizzazione un gruppo di circa 9 scuole, che vengono chiamati *batches*. Il Governo paga un canone di disponibilità per trent'anni a ciascuna SPV (una sorta di leasing finanziario). I *batches* vengono poi raccolti (*bundled*) in portafogli che

emettono titoli più grandi del valore di 2-3 miliardi ciascuno, che a quel punto vengono acquisiti dal mercato dei capitali, entrando nei portafogli degli investitori istituzionali.

L'Unione europea spinge anche gli altri Stati membri a finanziare gli investimenti con questo tipo di strutture. Ma il processo stenta a decollare.

Perché in molti paesi dell'Unione si fanno ancora così poche operazioni di PPP standardizzate e raccolte in singoli portafogli? Le ragioni sono molte e alcune di esse differiscono da paese a paese. Un problema abbastanza comune è la mancanza di capacità tecniche delle amministrazioni pubbliche rispetto a schemi di contratti di grande complessità. Sono state generalmente poco efficaci le agenzie ad hoc che molti governi hanno costituito per dare assistenza tecnica alle amministrazioni pubbliche.

Nell'agenda europea di politica degli investimenti il PPP va ripensato e rilanciato con azioni di policy più coraggiose. Ma quale deve essere il nuovo modello per avere successo? Innanzitutto è fondamentale centralizzare la gestione e standardizzare gli schemi di PPP. Vanno, inoltre, investite risorse umane ingenti (team di esperti) per fare partire un processo che sembra, al momento, l'unica soluzione al problema dell'equazione: alti debiti pubblici/alta spesa sociale/bassa crescita/alta domanda di investimenti/ridotta capacità di finanziamento con risorse pubbliche/necessità di attrarre capitali privati, che caratterizza oggi, e continuerà molto probabilmente a caratterizzare le economie europee per i prossimi decenni.

Due ulteriori considerazioni sul mercato del PPP nella UE.

La prima riguarda le regole Eurostat. Se, come sembrerebbe, Eurostat ha intenzione di acquisire gli IPSAS 95, che sono i criteri della contabilità pubblica internazionali, quasi tutte le operazioni in PPP verrebbero consolidate nel debito pubblico (come peraltro già avviene nel Regno Unito). Questo toglierebbe quello che è un forte incentivo per finanziare le opere pubbliche con il PPP, ovvero la possibilità di finanziare le opere senza aumentare il debito pubblico.

Può essere utile ricordare, per i non addetti ai lavori, che nella versione dell'ESA 95, il trattamento contabile delle iniziative in PPP era il seguente. Se almeno due dei tre rischi dell'opera (costruzione, mercato e disponibilità) venivano trasferiti al privato allora il finanziamento dell'opera poteva essere deconsolidato dal debito pubblico. Questo rappresentava un forte incentivo, ancorché in parte fonte di possibili distorsioni, a finanziare le opere in PPP piuttosto che direttamente con prestiti bancari di lungo periodo.

E questa considerazione mi porta alla successiva. Costruire un'opera in PPP è efficiente se è vero che rappresenta più "value for money". Quindi se la spinta propulsiva dei privati fa in modo che si possano costruire infrastrutture migliori a costi più bassi, allora lo schema è virtuoso. Una proposizione che, nella letteratura specialistica, è quantomeno controversa.

D'altra parte con debiti pubblici così alti, che rimarranno alti probabilmente ancora per molti anni, il futuro del finanziamento delle infrastrutture in Europa dovrà necessariamente cambiare modello.

Il nuovo modello, a mio parere, potrebbe essere una sorta di "capitalismo istituzionale o degli investitori istituzionali", tecnicamente molto esperto, capace di guadagnare in efficienza attraverso le economie di scala della standardizzazione, del consolidamento e privatizzazione delle società di servizi pubblici, attraverso la creazione di Fondi nazionali dedicati o un unico Fondo o fondo di fondi europeo (come vorrebbero i fautori dell'ELTIF).

Nel frattempo, la soluzione da riproporre oggi a livello europeo per poter finanziare le infrastrutture, anche attraverso il debito pubblico, potrebbe essere una "Golden Rule" riservata alle opere costruite in PPP e alle opere dell'Agenda di Lisbona (TEN-T, TEN-E e Banda Larga). O, quanto meno, in fermo impegno a evitare una modifica dell'attuale trattamento dei PPP ai fini della loro contabilizzazione nel debito pubblico.

### **Il finanziamento e la cartolarizzazione dei prestiti delle PMI**

La crisi ha fortemente indebolito le capacità del sistema finanziario europeo di canalizzare il risparmio verso gli investimenti produttivi. In generale, nei paesi più colpiti dalla recessione e dalla crisi si assiste da un clima di incertezza e avversione al rischio, che ostacola le loro capacità di investire, soprattutto nelle infrastrutture e nelle PMI. Impegnate a ridurre la leva per correggere gli eccessi del passato, le banche europee hanno ridotto le loro capacità di prestare a medio e lungo. Parallelamente, la crisi ha avuto effetti negativi anche sulla fiducia e sulla propensione al rischio dei debitori e degli investitori istituzionali.

I volumi di credito si sono contratti negli ultimi anni. Segnali di difficoltà nei canali di finanziamento verso le grandi imprese, le PMI e le famiglie sono chiari e destano crescente preoccupazione. Il mercato dei corporate bond, delle cartolarizzazioni e del capitale di rischio in Europa sono ancora relativamente poco sviluppati a confronto con altre economie e i canali non bancari sono ancora poco accessibili alle PMI.

La rivitalizzazione dei meccanismi di cartolarizzazione dei prestiti alle PMI può essere un’iniziativa da intraprendere, utile per “alleggerire” le banche e riavviare la concessione di credito. Anche la BCE ha sostenuto la necessità di sviluppare strumenti finanziari che possano essere prezzati in maniera semplice.

In realtà, attualmente la cartolarizzazione in Europa è “ferma”. Per riavviarla bisognerebbe agire su tre direttrici (si veda al riguardo, e per la proposta che segue, Jacques de Larosière, Eurofi, Athens 2014).

Bisogna in primo luogo ristabilire la fiducia degli investitori. Il che significa che la qualit  degli impieghi bancari deve essere ineccepibile. Considerando i criteri gi  definiti dalle banche centrali per accettare i prestiti alle PMI come garanzie idonee e le capacit  di alcune banche centrali nello stimare i rischi di questi prodotti, la definizione di standard di alta qualit  per il mercato della cartolarizzazione potrebbe essere raggiunta facilmente.

Su queste basi, l’Eurosistema potrebbe favorire lo sviluppo in ciascun paese di un canale europeo di cartolarizzazione attraverso il quale acquisire i prestiti alle PMI che soddisfano gli standard qualitativi “minimi” e che quindi garantirebbero le emissioni di “prime Securities”.

Una seconda condizione dovrebbe essere la fornitura di garanzie da parte delle banche di sviluppo europee e nazionali per i titoli emessi da questo canale istituzionale. Considerando l’alta qualit  di questi titoli e le garanzie pubbliche potenzialmente fornite, numerosi investitori potrebbero certamente essere interessati nell’investire, poich  ricercano investimenti legati all’economia reale.

Infine, la BCE, congiuntamente alle banche centrali nazionali, dovrebbe essere pronta, se necessario, all’acquisto temporaneo di questi titoli sotto forma di ABS per aiutare il lancio del mercato della cartolarizzazione. Questo dovrebbe essere possibile data l’alta qualit  dei crediti interessati da questa proposta.

### **Il sistema bancario europeo: verso un ritorno alla normalit ?**

Con Basilea III, in nome della stabilit , si   costruito un nuovo sistema che ha richiesto un adeguamento profondo. Chi ha pagato il conto pi  salato   stato il finanziamento all’economia, soprattutto della finanza di medio e lungo periodo, come le infrastrutture e le PMI.

La riqualificazione degli asset patrimoniali e i relativi stress test dovrebbero completare definitivamente il processo di ristrutturazione dei bilanci delle banche. Quest’anno quindi (gi  a partire dal secondo semestre 2014), potrebbe rappresentare un punto di svolta.

Alcuni commentatori e esperti credono che il sistema ritornerà a finanziare l'economia meritevole ai ritmi pre-crisi in tempi abbastanza brevi. I piani industriali di molte banche europee contemplanò un forte taglio dei costi, ma la ripresa dei prestiti all'economia.

Altri, come Jaques de Larosière, sostengono che i requisiti patrimoniali e di liquidità imposti dalla direttiva CRD-IV tenderanno a ridurre significativamente la redditività delle banche. Ciò ridurrà gli impieghi caratterizzati da margini contenuti (*risk-adjusted*), come quelli associati per esempio al finanziamento delle PMI.

L'idea è che la riduzione dei livelli di redditività renderà per le banche difficile il reperimento di risorse "aggiuntive" per soddisfare appieno i requisiti di capitale. Più la redditività viene limitata, meno possibile sarà per le banche accantonare nuove riserve e, quindi, raccogliere capitale. In questa situazione, il rispetto degli obiettivi connessi ai requisiti di capitale e di liquidità potrà essere garantito solo attraverso la riduzione degli asset, inclusi i prestiti.

Un terzo gruppo di commentatori, ritiene che le banche europee saranno sicuramente in grado di superare i test, ma che potrebbero comunque decidere di aspettare, perché percepiscono un rischio reale di una *triple-dip recession*.

Cosa fare per accelerare un rapido ritorno alla normalità? Riavviare il processo di cartolarizzazione, concentrandosi su quello alle PMI, come abbiamo visto, potrebbe dare un contributo al finanziamento delle PMI meritevoli e alle banche.

### **Proposte per favorire gli investimenti di lungo periodo in Europa: un quadro d'insieme**

È necessaria una politica comune a livello europeo per la promozione e il sostegno degli investimenti di lungo periodo.

I principali pilastri di questa strategia dovrebbero essere i seguenti.

- (1) la definizione di un *quadro regolatorio più "favorevole" agli investimenti di lungo termine*. Attualmente, le principali regole contabili e prudenziali (Basel III-CRD IV, Solvency II, IORP, IFSR) tendono ancora a favorire il breve termine e penalizzare gli investimenti di lungo termine. CRDIV è passata al varo del Parlamento europeo. Eventuali ricalibramenti (soprattutto sul fronte dei ratio di liquidità e di assorbimento di capitale per certe classi di attivi) potranno quindi eventualmente essere introdotte solo in un secondo tempo. Su Solvency II c'è ancora uno spazio, anche se ristretto, per ottenere un trattamento più favorevole agli investimenti di lungo periodo. I Fondi

pensione potranno, ci si augura, capitalizzare sul lavoro fatto dalle assicurazioni per ottenere qualche significativa modifica. In generale, se vi è un forte interesse da parte del mercato ed un sostegno convinto da parte dei Governi per fare nascere una nuova “asset class” rappresentata dalle infrastrutture e, più in generale, dagli investimenti di lungo periodo, vorrà dire che alcune importanti modifiche saranno inevitabili. Sul fronte degli IAS in rapporto al business model ed alla filosofia del *mark to market*, il tema è all’attenzione del FSB dopo il G 20 di San Pietroburgo, ma la strada sembra essere per ora ancora piuttosto “in salita”.

(2) L’introduzione di *incentivi fiscali* può essere giustificata soprattutto in quei casi nei quali le tasse possono essere utilizzate per correggere esternalità che provengono da fallimenti di mercato, come nel caso della finanza di progetto. Le tasse sulle imprese nella maggioranza dei paesi tende a favorire il debito verso il capitale di rischio, creando così incentivi ad utilizzare rapporti di leva generalmente più alti. I tassi di interesse sono, infatti, deducibili, mentre non lo sono i ritorni dal capitale. La riduzione della leva finanziaria dovrebbe essere un importante obiettivo di politica economica dei governi. Gli incentivi fiscali possono inoltre incoraggiare il PPP. Da una parte, infatti, permettono di realizzare investimenti che altrimenti non si sarebbero realizzati perché necessitavano di risorse pubbliche; dall’altra questi investimenti contribuiscono positivamente alla crescita e quindi al consolidamento fiscale. Si tratta di un fatto incontrovertibile, almeno in tutti quei casi in cui l’incentivo è strettamente indirizzato a ri-bilanciare il piano finanziario di un’opera che aveva subito un effetto negativo dalla cancellazione dei sussidi o un aumento dei costi dei prestiti bancari. Deve essere limitato a quella porzione di maggiori tasse introitate, generate dall’investimento, al netto dei fattori di sostituzione. Non va dimenticato, infine, che bisogna evitare che l’incentivo fiscale non contribuisca a distorcere la valutazione del rischio.

(3) *La riduzione dei rischi e costi regolatori.* Stabilità politica e legislativa, procedure amministrative snelle e rapide, carichi regolatori e burocratici contenuti, un sistema giudiziario rapido e affidabile, una pubblica amministrazione efficiente e tecnicamente preparata, sono notoriamente fattori decisivi nelle decisioni di investimento, che oggi hanno come orizzonte l’intero globo. Nello spazio amministrativo europeo, che ha trovato finalmente una base giuridica nel Trattato di Lisbona, è oggi possibile

pensare ad una politica europea di *better regulation*, mirante ad assicurare la convergenza delle regolazioni europea e nazionali verso modelli *investment friendly*.

- (4) La costituzione di un *Very Long-Term Refinancing Operation* (VLTRO) da parte della BCE. Per contrastare il razionamento del credito sul medio-lungo termine, la BCE potrebbe prendere in considerazione un'operazione straordinaria di rifinanziamento sul modello delle due recenti LTRO, ma con tre significative differenze: una maggiore durata (6-9 anni), un minore importo (basterebbero 150-200 md) e un preciso vincolo al finanziamento degli investimenti di lungo periodo (infrastrutture e investimenti produttivi). A certe condizioni, potrebbero essere ammessi come collaterali gli stessi progetti di investimento, se dotati di un cofinanziamento della BEI (e dunque tecnicamente e finanziariamente validati) e se assistiti da garanzie pubbliche (o da un sistema di garanzie costruito congiuntamente dalle banche di sviluppo europee insieme alla BEI). Condizione per l'accesso a questa *Very Long-Term Refinancing Operation* (VLTRO)), dovrebbe essere il deposito presso la BCE dei contratti di finanziamento a medio-lungo termine, alle quali la provvista BCE sarebbe destinata.

## Conclusioni

Sono passati quattro anni da quando il tema degli investimenti di lungo periodo è entrato nel dibattito sulla crisi e sui fallimenti del modello sviluppo che ha portato alla crisi. Da allora molta strada è stata fatta. Non solo in Europa, ma in tutto il mondo. Il concetto del finanziamento di lungo periodo dell'economia è nell'agenda dei governi, delle grandi organizzazioni internazionali, dei regolatori nazionali ed internazionali, del G 20, del mercato e dell'Unione europea. In Europa, in particolare, la Commissione ha prodotto un "Action Plan" che contiene la *road map* per la prossima legislatura europea. Contiene una serie di indicazioni chiare. Alcune su cui c'è ampio consenso, altre meno. Alcune tecnicamente più facili, altre più difficili. In generale, tuttavia, il mercato, le banche e le imprese, sono sulla linea di partenza e spingono affinché molte delle iniziative proposte diventino finalmente operative. I Governi e la UE ne sono consapevoli e ne riconoscono l'urgenza.

La Presidenza italiana del semestre europeo avrà il compito di traghettare il processo da una legislatura europea all'altra. Dopo quattro anni di parole (e qualche fatto) è arrivato il momento di passare ai fatti.



