

Franco Bassanini e Edoardo Reviglio

## **Gli investimenti di lungo periodo in Europa dalla crisi finanziaria al Piano Juncker<sup>1</sup>**

Dalla Grande Crisi qualcuno di noi si aspettava un cambio radicale di paradigma – una vera e propria “rifondazione”. Nulla di ciò pare essere avvenuto. Straordinarie trasformazioni sono in corso (globalizzazione, digitalizzazione, robotica e nanotecnologie, grandi flussi migratori, decarbonizzazione). Straordinarie trasformazioni ci attendono nei prossimi decenni, sia nella probabile nascita di un nuovo ordine mondiale multi-polare (politico, culturale, economico e monetario) e sia nelle basi politico-culturali che sostengono la grande macchina del capitalismo globale<sup>2</sup>.

Sul piano delle idee, uno dei concetti, che è riuscito a fare breccia, è quello del riconoscimento della cruciale necessità di investimenti di lungo periodo e dunque della necessità di riequilibrare una distribuzione di risorse ancora troppo sbilanciata a favore di una finanza di breve e speculativa. Non si tratta di cosa di poco conto. Su questo tema chi scrive ha lavorato molto in questi anni, insieme a molti altri: si è ottenuto qualche significativo risultato, sia in Europa che nello scenario globale: ma più a livello culturale, o politico-culturale, che sul terreno della finanza e dell’economia e delle regole che le governano.

Questo saggio intende ripercorrere i principali eventi che hanno caratterizzato questo percorso. Nella seconda parte ci concentreremo su ciò che è stato ottenuto su questo fronte in Europa - fino alle più recenti iniziative a favore degli investimenti e di una finanza per la crescita (in particolare, sul c.d. Piano Juncker e sui primi segnali di flessibilità di bilancio – Golden Rule – nel finanziamento delle infrastrutture e delle PMI).

### **Una breve cronistoria del concetto di investimenti di lungo periodo dal 2008 ad oggi**

---

<sup>1</sup> La prima parte di questo scritto è parzialmente ripresa dalla Relazione al Seminario italo-francese “*The Challenge of Long Term Investment for Europe: a French-Italian view*”, organizzato dal *Cercle des Economistes* e dall’Ambasciata d’Italia a Parigi, 16 maggio 2014.

<sup>2</sup> Cfr. Bassanini, F. e Reviglio, E., *Financial Stability Fiscal Consolidation and Long-term Investment after the Crisis*, in *OECD Journal of Financial Trends*, vol. 1, 2011, pp. 23-63.; Bassanini F., *Obstacles to the Global Deployment of Investment*, in *Astrid Rassegna*, n. 18/2011; F. Bassanini and E. Reviglio, *National States Sovereignty, Democracy and Global Financial Markets: the European Issue*, in *International Economics/Economia Internazionale*, 2, 2014; E. Reviglio, *The Problem of Us and the Others. The Great Challenges of XXI Century*, in *International Economics/Economia Internazionale*, 2, 2014.

È grazie ad una collaborazione italo-francese che il tema del finanziamento di lungo periodo dell'economia viene introdotto e si sviluppa in Europa e da lì si estende fino a ricomprendere, attraverso il G 20, il resto del mondo.

A Parigi, nell'autunno 2008, i vertici delle quattro maggiori banche nazionali pubbliche di sviluppo si incontrarono all'Hotel de Pomereu, storica sede della *Caisse des dépôts et consignations*. La ragione di questo incontro era quella di dare corso alla richiesta del Consiglio europeo di studiare la fattibilità della creazione di un grande fondo europeo per le infrastrutture e l'energia. L'idea del Fondo europeo era stata presentata dal Ministro italiano dell'economia e delle finanze all'Ecofin informale del 28 settembre 2008. La proposta nasceva da tre richieste: (1) dare un forte messaggio politico sulla necessità di rafforzare il finanziamento a lungo 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 un po' di strada è stata fatta. Non solo in Europa, ma in tutto il mondo. La necessità di rilanciare il 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 ne definisce la *road map* per la nuova legislatura europea. Contiene una serie di indicazioni chiare. Alcune su cui c'è ampio consenso, altre meno. Alcune tecnicamente più fattibili, altre di più difficile realizzazione. In generale, tuttavia, il mercato, le banche e le imprese, sono, almeno in linea di principio, favorevoli e spingono affinché molte delle iniziative proposte vengano avviate. I Governi e la UE ne sono consapevoli e ne riconoscono l'urgenza. Dopo otto anni di parole (e pochi fatti) è arrivato il momento di passare all'azione.

Ma prima di entrare nel merito del tema di questo scritto, proveremo a ricordare, in estrema sintesi, in ordine cronologico, le principali proposte e iniziative che si sono da allora succedute, a livello europeo (e globale), sul fronte degli investimenti di lungo periodo.

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, BEI and KfW creano il *Long Term Investors' Club* (LTIC)<sup>3</sup>. A giugno del 2009 si tiene la prima Conferenza Annuale del Club che vede la partecipazione di alcuni importanti economisti<sup>4</sup>, di rappresentanti delle istituzioni, nazionali ed europee, di rappresentanti dell'industria finanziaria, investitori e della 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, per la stabilità e per uno sviluppo più sostenibile, il finanziamento delle infrastrutture e delle PMI, il rapporto tra investimenti di lungo periodo e regole prudenziali e contabili, ed il rapporto tra visione di breve e visione di lungo periodo degli investimenti finanziari. Negli anni il pensiero del Club si è evoluto. Fu costituito un Comitato Scientifico che ha avviato una serie di Gruppi di lavoro comuni che hanno affrontato temi legati agli investimenti di lungo periodo.

<sup>3</sup> Per una descrizione del LTIC e degli eventi promossi si veda il sito [www.ltic.org](http://www.ltic.org).

<sup>4</sup> Tra essi Olivier Blanchard (Capo economista del Fondo monetario), Pier Carlo Padoan (Capo economista dell'OCSE) e Nouriel Roubini.

Sul fronte europeo il 25 febbraio 2009 viene consegnato al Presidente della Commissione europea Barroso il Rapporto de Larosière<sup>5</sup> sulla supervisione finanziaria. Esso affronta 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 anti-ciclici e che gli investimenti di lungo periodo devono essere incoraggiati o almeno non penalizzati rispetto agli impieghi finanziari a breve. Inoltre, sul fronte della *corporate governance*, si suggerisce di rivedere i sistemi di remunerazione, affinché favoriscano l'interesse (non di breve ma) di lungo periodo degli azionisti e della società.

Nella primavera del 2009 la BEI, insieme alla Commissione europea, consegna una proposta per un programma di sostegno all'emissione di *project bond* per finanziare i progetti TEN-T e TEN-E e le infrastrutture digitali. Il sistema bancario europeo ed il mercato finanziario sono in crisi. La domanda di debito dei grandi progetti infrastrutturali europei non trova una corrispondente offerta da parte del sistema bancario europeo. L'idea che sottende la Project Bond Initiative, come noto, è quella di emettere obbligazioni con una garanzia BEI (finanziata dalla UE con fondi della "Connecting Europe Facility") per la realizzazione dei progetti di investimento dell'Agenda di Lisbona nei trasporti, energia, *climate change* e banda larga. Ci vorranno altri quattro anni per avviare la fase sperimentale della c.d. Project Bond Initiative. Ad oggi sembra che stia procedendo con qualche risultato. Assicurazioni e fondi pensione si prenotano per comprare i nuovi titoli dei primi progetti da finanziare. Nei prossimi anni potremmo assistere alla nascita di un nuovo mercato di questi strumenti. Per il resto, sia la BEI che le grandi Casse europee finanziano direttamente, da soli o insieme alle banche commerciali, il sistema delle *public utility*, che a sua volta, realizza una larga parte degli investimenti europei in infrastrutture.

A Settembre del 2009 il Club incomincia a lavorare sul tema degli investimenti di lungo periodo con il *Think Tank* Eurofi, importante luogo di riflessione comune tra policy maker, economisti e operatori del mercato presieduto da Jacques de Larosière, partecipando alla Conferenza di Göteborg durante il semestre di Presidenza svedese. Noi li presentiamo un paper dal titolo "*New European Institutional Long Term Financial Instruments for a Strong, Sustainable and Balanced Global Growth*" in cui si analizza: a) l'importanza degli investimenti realizzati con capitali e risparmio privato di lungo periodo nella *exit strategy* dalla crisi, grazie al loro effetto moltiplicatore sul denominatore del rapporto debito pubblico/Pil; b) la necessità di regolazioni prudenziali e contabili meno penalizzanti per gli investimenti di medio-lungo termine nelle infrastrutture e nell'economia reale. Si sostiene anche che la UE deve: c) avviare politiche per creare la giusta cornice regolamentare per attirare investitori di lungo periodo dall'Europa e dal resto del mondo; d) fare leva sulla credibilità dell'Euro e sul processo di consolidamento fiscale fin ad allora realizzato, "staccare il dividendo delle politiche di austerità e di buona gestione dei conti pubblici europei"; e) creare strumenti finanziari comuni attraverso il network delle grandi banche pubbliche di sviluppo nazionali e multi-laterali, sul fronte sia del capitale di rischio, che del debito e delle garanzie; f) introdurre gli Eurobond per la crescita e i *project bond* per le infrastrutture. L'intervento viene accolto con qualche "freddezza", da gran parte dei partecipanti. Fa eccezione Jacques de Larosière che ne coglie subito lo spirito e incoraggia a proseguire sulla strada delle riflessioni sul *long term*; e, dall'anno dopo, il tema degli investimenti di lungo periodo viene incluso tra i principali "cavalli di battaglia" di Eurofi, che, da allora, collabora con il Long-Term Investors Club nella battaglia politico-culturale per regolazioni più favorevoli agli investimenti in infrastrutture e nell'economia reale. Fin dal 2009, anche tre altri autorevoli *Think Tank* europei

---

<sup>5</sup> *The High Level Group on Financial Supervision in the EU*, Chaired by Jacques de Larosière, Bruxelles, February 25, 2009.

(*ConfrontationsEurope, Astrid, e Bertelsmann Stiftung*) si affiancano a LTIC e Eurofi nel rilancio del tema degli investimenti di lungo periodo.

Il 9 di Maggio del 2010 viene consegnato al Presidente Barroso il c.d. *Rapporto Monti*<sup>6</sup> sul Mercato Unico dove il tema degli investimenti di lungo termine (e delle regolazioni e politiche pubbliche che li possano promuovere) è centrale nelle riflessioni sulla creazione del mercato unico e nella ricerca di una exit strategy dalla crisi. Seguono una serie di comunicazioni della Commissione UE che sottolineano la necessità di sostenere gli investimenti di lungo periodo per stimolare la crescita, l'occupazione e il consolidamento fiscale e dichiarano l'intenzione di promuovere un *regulatory framework* più favorevole e dunque capace di incentivare una redistribuzione dei capitali a favore di questi investimenti<sup>7</sup>.

Ben poco tuttavia si muove in concreto. Il recepimento delle regole di Basilea IV, con la direttiva CRD IV, e la regolazione del settore assicurativo assicurata da Solvency II continuano a penalizzare gli investimenti a medio-lungo termine nell'economia reale. Qualcosa cambia, all'inizio del 2015, come si vedrà più oltre, con una prima apertura alle applicazione delle regole di flessibilità contenute nel Fiscal Compact e con il Piano Juncker.

Anche oltreoceano il tema attira l'attenzione degli studiosi e degli operatori finanziari. Al *Center of Global Thought* della Columbia University, presieduto da Joseph Stiglitz, si tiene nell'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*. Un nostro paper dal titolo *Financing Long Term Investment after the Crisis: a View from Europe* 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<sup>8</sup>.

Il "Recovery Plan" di Obama del 2008 decide di allocare oltre 800 miliardi di dollari nell'ammodernamento dell'antiquato sistema infrastrutturale americano, attraverso una panoplia di diversi strumenti ed interventi (dalle garanzie agli incentivi fiscali fino al fondo perduto). Poco dopo lo scoppio della crisi, 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 Bond* conosciuto come *Built American Bonds*, che godono di importanti incentivi fiscali che li rendono più attraenti dei titoli di Stato o dei *municipal bond*. 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 in quanto i *project bond* non vengono consolidati nel debito locale. In soli 18 mesi il mercato dei BABs raggiunge i 200 miliardi di dollari per investimenti in infrastrutture<sup>9</sup>.

---

<sup>6</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.

<sup>7</sup> Cfr. EU, *Finance for Growth*, Bruxelles, October 2014.

<sup>8</sup> F. Bassanini, *Financing Long Term Investment after the Crisis: a View from Europe* in *Sovereign Wealth Funds and Long-Term Investing*, a cura di Patrick Bolton, Frederic Samama, and Joseph E. Stiglitz, Clumbia University Press New York 2011.

<sup>9</sup> Cfr. F. Bassanini e E. Reviglio, *Gli investimenti per la crescita: istituzioni, regole e strumenti*, in *Le istituzioni europee alla prova della crisi*, a cura di Giuliano Amato e Roberto Gualtieri, Passigli ed., Firenze 2013.

Il 18 di febbraio del 2011 all'EUROFI di Parigi, i vertici delle quattro istituzioni fondatrici del LTIC (BEI, KfW, CDP, CDC) hanno un incontro con Mario Draghi, allora Presidente del Financial Stability Board (FSB), durante il quale pongono il problema dell'applicabilità alle Banche di sviluppo e più in generale agli investitori di lungo termine dei *capital* e dei *liquidity requirements* previsti da Basel III e da Solvency II, nonché il tema del rapporto tra il modello di business delle istituzioni di lungo periodo e la filosofia del *mark to market* che sta a fondamento degli *International Accounting Standards* (IAS). Draghi illustra le ragioni per le quali non ritiene opportuna una revisione dei *capital requirements* di Basilea III, ma apre sull'aggiustamento dei *liquidity ratio* e delle norme contabili e su una definizione del perimetro di applicazione delle norme di Basilea che ne escluda o ne mitighi l'applicabilità alle *Promotional Banks* (PBs). Più in generale si pronuncia a favore di regolazioni differenziate a seconda degli specifici *business model* delle diverse categorie di istituzioni, capaci di adattarsi alle specificità delle principali categorie di investitori di lungo termine (fondi pensioni, assicurazioni vita, fondi sovrani, NDBs e NPBs, ecc.). Alcuni anni dopo, su mandato del G 20, l'FSB produce un rapporto sul tema dei LTIs nel quale la questione viene discussa per la prima volta.

La discussione è ancora aperta. Un apposito WG del LTIC sta dialogando con l'FSB. Per quanto concerne gli *accounting standard* 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 nei bilanci in una prospettiva di medio e lungo periodo. L'auspicio è che da tale dialogo escano soluzioni che non penalizzino più quelle istituzioni che hanno un modello di business basato su attività e passività di lungo periodo (come fondi pensione, assicurazioni vita 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 nei propri portafogli per un periodo lungo di tempo. Si eviterebbe così che l'indicatore principale di misura della redditività di un asset venga distorto dalle fluttuazioni di breve periodo. Per quanto logico, questo indirizzo trova tuttavia ostacoli tecnici e ideologici ad oggi molto difficili da superare.

Il dibattito sul ruolo, sulla regolazione e sugli strumenti del finanziamento degli investimenti di lungo termine si è intrecciato in questi anni con quello sul ruolo delle banche commerciali nel finanziamento dell'economia reale e delle infrastrutture dopo la Grance Crisi. Fin dal suo scoppio, Jacques de Larosière ha sottolineato che il sistema bancario europeo   banco-centrico, mentre altri, in primis quello americano, sono mercato-centrici. Quindi il "costo della stabilit " di Basilea III (e di altre regolazioni prudenziali o contabili non attente agli effetti delle regolazioni sugli investimenti nell'economia reale e nelle infrastrutture)   molto maggiore in Europa che negli Stati Uniti<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Sugli effetti asimmetrici delle regolazioni prudenziali e contabili vedi da ultimo F.Bassanini, *The Juncker Plan*, Kee-note speech al Parlamento europeo, Brussels 2015, ora in *Astrid Rassegna*, n. 7/2015 ("We should not forget that one of the fields on which global competition is playing its game is the setting of prudential regulations and accounting standards. The tough prudential and accounting regulation which penalize the financing of real economy and infrastructures has become a major weapon in the global economic and financial war, which characterize the XXI Century, hitting Europe more than others economies. The EU financial system, which is more bank-oriented than most of other major financial system in the world, pays in fact a greater price due to prudential regulations and accounting standards unfriendly to LTIs and to the financing of the real

Nel 2011 CDP ha sollevato questo problema all'interno del LTIC sostenendo la necessità di 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 così incominciato ad approfondire il tema della *asset allocation* dei fondi pensione e delle assicurazioni (tema su cui anche l'OCSE aveva incominciato a lavorare) e la questione di Solvency II. Abbiamo tra i primi rilevato che la domanda di investimenti di lungo periodo, 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 opportunità di profitto e di stabilità. Nel nostro primo paper sul ruolo degli investitori istituzionali negli investimenti di lungo periodo, abbiamo affrontato il tema dell'eccessivo peso che Solvency II (la nuova direttiva europea che regola i criteri prudenziali delle compagnie assicurative) avrebbe imposto per detenere asset infrastrutturali, malgrado le statistiche mostrino che i *project bond* hanno un tasso di recupero (*recovery rate*) migliore dei *corporate bond*, che invece secondo le regolazioni vigenti richiedono un dispendio di capitale inferiore ai prestiti per la finanza di progetto<sup>11</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 proposte avanzate dal LTIC negli anni precedenti 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.<sup>12</sup>

A metà di aprile del 2014 il Parlamento europeo, dopo un anno di lavoro, vota il Rapporto per la costituzione del *European Long-Term Investment Funds* (ELTIFs). 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 è la possibilità che al Fondo possano avere accesso anche gli investitori *retail*.

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 nuova legislatura.

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 e quella turca del G20, che hanno seguito quella russa,

---

economy. This is not the case for market-based financial system such as the US and Government based financial systems such as China. Moreover, the UE Member States have stricter space of manoeuvre in the substitution of banking financing with State Aid. Finally, the European political and regulatory Authorities are always much more rigorous in the transposition and implementation of international regulations and generally provide less exemptions and less flexibility than those of other major countries (see for instance the transposition of Basel II and Basel III made in the US)".

<sup>11</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 è tenuto in Wroclaw, il 15-16 settembre 2011, durante la Presidenza polacca della UE.

<sup>12</sup> EU, *Finance for Growth. Report of the High Level Expert Group on Infrastructure and SMEs Financing*, Brussels, December 11, 2013.

hanno entrambe posto l'enfasi sul tema, in particolare sul finanziamento delle infrastrutture, tra le grandi priorità per l'evoluzione dell'economia globale.

Inoltre, sin dal 2009, l'OCSE è stata coinvolta 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 istituito una *taskforce* che ha redatto i "Principi per il Finanziamento degli Investimenti di Lungo Termine" da parte degli investitori istituzionali, approvati dal G20. Tra le istituzioni internazionali, l'OCSE è quella che ha dato il contributo più convinto ed importante con la creazione di banche dati, pubblicazioni e convegni sui LTIs. In occasione dell'interesse della presidenza russa del G 20 per il tema, anche la Banca Mondiale, il Fondo Monetario Internazionale e l'FSB, sono stati coinvolti nei lavori preparatori e sono ora anch'essi parte integrante dello schieramento che promuove una regolazione meno penalizzante per gli investimenti di lungo termine.

### **Gli investimenti di lungo periodo**

Per fare ripartire la crescita e mantenerla su binari sostenibili è necessario rafforzare gli investimenti di lungo periodo. La ricerca per una definizione scientificamente rigorosa di "lungo termine" ha già prodotto una ampia letteratura. Tra le molte proposte ci limitiamo 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 dà sostegno al finanziamento delle infrastrutture, alla crescita "verde", al finanziamento delle PMI;
- (ii) sono *capitale paziente* che permette agli investitori di accedere al 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.**<sup>13</sup>

Il Fondo monetario, nel suo *World Economic Outlook* del 11 settembre 2014, sostiene che un migliore sistema di infrastrutture pubbliche è cruciale. Gli effetti positivi degli investimenti sono superiori in periodi di bassa crescita o recessione, sempre che l'efficienza degli investimenti sia alta. Se ben concepiti, il moltiplicatore è maggiore del costo del debito contratto per finanziare l'investimento. È noto, dalla teoria economica, che gli investimenti sono importanti elementi per riavviare la crescita, aumentare la competitività e eliminare gli squilibri. Soprattutto gli investimenti in infrastrutture,

<sup>13</sup> Cfr. Reviglio, E., (2014), *Come finanziare le infrastrutture con risorse pubbliche scarse*, Temi di Discussione, in *Economia Italia*, 2, 2014.

innovazione, R&S, tecnologia e capitale umano hanno significativi effetti positivi sul Pil potenziale. Il dibattito nella letteratura economica differisce solo nella valutazione della misura e dimensione del fenomeno. Secondo gli ultimi calcoli del Fondo monetario internazionale, maggiori investimenti in infrastrutture pubbliche aumentano l'output nel breve periodo stimolando la domanda e nel lungo periodo innalzando la capacità produttiva dell'economia. In un campione di economie avanzate, un aumento del 1 per cento di PIL in investimenti ha un effetto sull'output pari allo 0,4% il primo anno e dell'1,5% nei quattro anni successivi. Ovviamente un aumento del PIL dovuto all'effetto degli investimenti è superiore all'aumento del debito, in modo che il rapporto tra debito e PIL diminuisce. In altre parole, le infrastrutture pubbliche potrebbero ripagare se stesse se fatte con le giuste modalità.

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 ancora 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 complessità della costruzione e finanziamento di una grande opera, soprattutto nei settori ad alto contenuto tecnologico oppure ad alto rischio regolamentare o macro-economico, richiede 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 delle 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. In alcuni casi, infatti, si vedono 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 ed i rendimenti mediamente inferiori in quanto tendenzialmente minori dovrebbero essere i rischi. Attualmente, la domanda di opere *brownfield* da parte degli investitori è di gran lunga superiore a quella 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.

Stiamo parlando ovviamente 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.

Fondi pensione, assicurazioni e fondi sovrani gestiscono, a livello globale, circa 90.000 miliardi di asset. Non si chiede loro di destinarne una quota prevalente alle infrastrutture o di diventarne i principali finanziatori. Si tratta 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 (fonte, HSBC, 2012). I fondi canadesi ed australiani investono già attualmente circa il 15% in infrastrutture. Non crediamo che 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? Cosa bisogna fare? 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, 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, tutte le operazioni in PPP verranno consolidate nel debito pubblico (come peraltro già avviene nel Regno Unito). Questo toglierebbe quello che è oggi un forte incentivo a 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, anche se in parte fonte di possibili distorsioni, a finanziare le opere in PPP piuttosto che direttamente con prestiti bancari di lungo periodo.

E questa considerazione 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 nostro 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). Va, con cautela, in questa direzione la recente Comunicazione della UE sulla Flessibilità di cui diremo più avanti.

Parallelamente va aperta una riflessione anche sul ruolo degli investimenti in infrastrutture delle imprese. Se esse realizzano circa il 40% delle infrastrutture in Europa, perché non prevedere speciali strumenti fiscali o di altro genere per agevolare e incentivare le grandi e meno grandi corporation che fanno investimenti in infrastrutture materiali ed immateriali? Perché non pensare di "collateralizzare" le infrastrutture realizzate dalle imprese magari con il fine di cartolarizzarle o di farne dei covered bond da trasferire sul mercato dei capitali? Perché non cercare nuove forme di collaborazione e di blending tra il PFI, gli investimenti delle grandi corporation e il pubblico (l'Europa e gli Stati Membri) tramite nuovi strumenti finanziari e garanzie pubbliche e pubbliche/private? Perché non unire le forze tra le

grandi imprese europee che gestiscono energie, trasporti e reti creando speciali JV o “Imprese Comuni Europee” – tra l’altro previste dai Trattati europei?

## **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 ad 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 *midcap*, 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. La SME’s Initiative della BEI va in questa direzione. Anche la BCE ha recentemente 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, secondo una recente proposta di Jacques de Larosière, bisognerebbe agire su tre direttrici <sup>14</sup>. 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’Euro-sistema 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 l’accesso a schemi di garanzie da parte delle banche di sviluppo europee e/o nazionali per i titoli emessi. L’alta qualit  del sottostante insieme alle garanzie pubbliche darebbe agli investitori istituzionali la possibilit  di investire in prodotti finanziari di lungo periodo legati all’economia reale. Infine, la BCE, congiuntamente alle banche centrali nazionali, dovrebbe essere pronta, se necessario, all’acquisto temporaneo delle tranches *Senior* e *Mezzanine* per facilitare il lancio del mercato europeo delle cartolarizzazioni.

## **Come rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni in Europa <sup>15</sup>**

Il processo di cartolarizzazione dei prestiti   quindi uno strumento di particolare importanza per il finanziamento dell’economia in Europa e rappresenta una delle priorit  indicate dal Green Paper

---

<sup>14</sup> Cfr. Jacques de Larosière, *Reviving Securitization of SMEs Loans in Europe*, Eurofi, Athens 2014.

<sup>15</sup> Questo contributo si fonda in gran parte sulle riflessioni e considerazioni contenute nel lavoro di F. Bassanini, G.- del Bufalo, R. Maser, M. Minenna, E. Reviglio e G. Zadra, *Quantitative Easing structured finance and support to the real economy. Proposals on ABS*, pubblicato in SSRN, Novembre 2014.

sull'Unione dei Mercati dei Capitali (UMC). Il rilancio del mercato degli ABS (*Asset-backed security*) è probabilmente lo strumento più adeguato per il finanziamento della ripresa economica in Europa e delle PMI, in quanto le PMI rappresentano i 2/3 dell'occupazione ed il 58% del valore aggiunto nell'Unione Europea. Ma si tratta, come abbiamo visto, di uno strumento e di un mercato non facile soprattutto se riguarda prestiti alle PMI. Di sicuro interesse, nel prossimo futuro, anche il caso della cartolarizzazione dei prestiti per la finanza di progetto destinati alle infrastrutture, un passo essenziale per creare una nuova "asset class" per il finanziamento delle infrastrutture, ed una componente chiave del Piano Juncker sugli investimenti <sup>16</sup>.

I benefici di una rivitalizzazione di questo mercato sono evidenti. Le operazioni di cartolarizzazione dei prestiti, se opportunamente strutturate e regolamentate, possono rappresentare un ponte tra il finanziamento bancario e quello di mercato, e possono integrare altre fonti di finanziamento a lungo termine (*long-term wholesale funding*) per l'economia reale, in particolare per le PMI. Nel momento in cui una quota rilevante di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione viene collocata sul mercato, si determina una fonte di finanziamento diversificato per le banche che, attraverso un trasferimento di parte del rischio di credito a istituzioni finanziarie non bancarie, dovrebbe poter liberare capitale in maniera sufficiente da generare nuovi prestiti all'economia reale. Inoltre, particolarmente nel contesto macroeconomico attuale, le operazioni di cartolarizzazione sono in grado di garantire, attraverso il canale bancario, l'effettiva trasmissione della liquidità derivante dalla politica monetaria accomodante della Banca Centrale Europea (BCE) e possono, infine, fornire in maniera indiretta accesso al mercato a gruppi di prenditori finali che altrimenti ne sarebbero esclusi, come ad esempio le PMI. Per riattivare l'utilizzo su larga scala di operazioni di cartolarizzazione, è necessario tuttavia evitare gli errori del passato. Ne discende l'opportunità di definire alcuni criteri guida in merito alla qualità dei prestiti sottostanti e di puntare a tecniche di cartolarizzazione semplici e trasparenti.

Due ci sembrano essere al momento i principali problemi per una ripresa del mercato degli ABS per le PMI in Europa. Il primo è l'eterogeneità del sottostante. Il secondo è la disponibilità delle informazioni di credito. Le banche hanno in generale tutte le informazioni necessarie, ma si tratta di informazioni non omogenee a livello europeo. C'è bisogno quindi di costruire una piattaforma di informazioni omogenee e sufficientemente dettagliate. La trasparenza ai fini dell'efficienza di un mercato degli ABS è un prerequisito essenziale. Configurare i requisiti di informazione sui singoli prestiti quale parte dei criteri di ammissibilità dei collateral da parte della BCE, così come si fa in Francia, e disporre di classificazioni delle cartolarizzazioni *market-friendly* sono passi che vanno nella giusta direzione. Mancano ancora criteri omogenei per la valutazione dei rischi, così come manca una definizione armonizzata di *Non Performing Loans* (NPLs). Ciò rende difficile confrontare le operazioni nei diversi paesi membri. La UMC rappresenta un'occasione unica per affrontare e trovare soluzioni. Oggi abbiamo la tecnologia necessaria per farcela <sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> F. Bassanini e E. Reviglio, *Why infrastructure investment needs to become a real asset class*, OMFIF, London, May 25, 2015.

<sup>17</sup> La European Data Warehouse (ED), per esempio, fornisce informazioni sui prestiti e sul rating degli ABS in Europa. ED è stato creato nel 2012 seguendo i criteri dell'*Euro-system ABS Loan Level* ed è diventata operativa all'inizio del 2013. È stata fondata ed è di proprietà di un gruppo di grandi banche e istituzioni finanziarie europee. La BCE e la Banche Centrali Nazionali partecipano fin dall'inizio - in qualità di osservatori - al Board dell'ED. I dati riguardano i 29 Stati Membri, riclassificati per essere omogenei e comparabili.

## 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. Alcune ricalibrature (soprattutto sul fronte dei ratio di liquidità e di assorbimento di capitale per certe classi di attivi) sono difficili ma necessarie. Lo stesso vale per Solvency II. Non si tratta di ignorare la necessità di regole rigorose a presidio della stabilità finanziaria, ma di ricalibrarle con un fine tuning per renderle compatibili con la necessità di finanziare gli investimenti in infrastrutture, innovazione, R&D e tecnologie, necessari per rilanciare crescita e competitività, che sono a loro volta condizioni abilitanti della sostenibilità nel lungo termine dei processi di fiscal consolidation. I Fondi pensione potranno, ci si augura, capitalizzare sul lavoro fatto dalle assicurazioni per ottenere qualche significativa modifica. In ogni caso, 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, 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 tendono 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 ribilanciare 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 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*.

## Il Piano Juncker <sup>18</sup>

Insieme alla Comunicazione sulla flessibilità, la Commissione Europea ha avviato il Piano di investimenti per l'Europa (c.d. Piano Juncker). Si tratta del tentativo di costruire un nuovo modello europeo di finanziamento delle infrastrutture e delle PMI. Funzionerà? In molti se lo domandano.

Per meglio comprendere la logica sottostante la scelta europea per le infrastrutture può essere utile un breve confronto con gli Stati Uniti. Nel 2009 il Presidente Obama avvia un Piano di rilancio dell'economia pari a oltre 800 miliardi di dollari <sup>19</sup>. Nell'ottobre del 2014 lo stesso Obama lancia il "Piano per le Infrastrutture" e nel febbraio del 2015 annuncia altri 478 miliardi di dollari per opere pubbliche, come autostrade, ponti e mezzi di trasporto <sup>20</sup>. Questa volta la spesa sarà finanziata da un aumento delle tasse ai redditi più alti e alle imprese. Il pareggio di bilancio è previsto per il 2025.

Va osservato che gli USA differiscono dalla UE in alcuni aspetti rilevanti; gli USA hanno una demografia molto meno preoccupante dell'Europa, grazie a politiche sull'immigrazione che hanno "rinverdito" l'età media attuale e futura della popolazione; le prospettive delle spese per il Welfare non appaiono drammatiche: gli USA hanno, infatti, una spesa sociale più bassa dell'Europa (pari al 6% del Pil ciascuna per sanità e pensioni contro circa il doppio della media UE; secondo stime del governo americano passeranno dall'attuale 12% del Pil al 20% del 2080); hanno una spesa militare molto più alta della UE, pari al 17% del Pil contro l'1,5% del Pil della media UE, con rilevanti effetti keynesiani soprattutto sulle tecnologie oltre che sull'occupazione (gli USA hanno inoltre speso 1,400 miliardi di dollari nel periodo 2001-2011 per i costi dei vari interventi militari); hanno un rapporto debito

---

<sup>18</sup> Cfr. Bassanini F. *The Juncker Plan*, cit. ; F. Bassanini, *Finanziare le infrastrutture in Europa. Piano Juncker, Golden Rule e il ruolo delle National Promotional Banks*, Relazione introduttiva alla Conferenza su *Innovative Infrastructures for Growth*, organizzata dalla Presidenza Italiana dell'Unione europea e dal Parlamento europeo, Bruxelles, 3 dicembre 2014; E. Reviglio E., *Il finanziamento delle infrastrutture: verso un nuovo modello*, in Cappellin et al. (a cura di), *Ripresa degli investimenti, innovazione, città. Una nuova politica industriale per la crescita*, Egea, Milano:2015; Maserà R. *Il Piano Juncker: la sfida del blending di investimenti pubblici e privati in Europa e in Italia. Civiltà del Lavoro*, in corso di pubblicazione; e Juncker J.C., *Investment Plan*", Speech at the EIB Conference "*Investment Plan for Europe*", Luxembourg 2015.

<sup>19</sup> L' *American Recovery and Reinvestment Act* (2009), noto come *Stimulus* o *Recovery Act* ha previsto interventi per 787 md di dollari poi saliti a 831, di cui 552 in infrastrutture, istruzione, sanità, energia, contributi alla disoccupazione e altre spese sociali, e 288 per incentivi fiscali. La priorità assegnata agli investimenti in infrastrutture rispondeva anche all'esigenza di recuperare il relativo handicap competitivo degli USA rispetto ai Paesi più avanzati nella infrastrutturazione del Paese. Cfr. per tutti, F. Bassanini e E. Reviglio, *Gli investimenti per la crescita: istituzioni, regole e strumenti*, in Astrid, *Le istituzioni europee alla prova della crisi*, a cura di G. Amato e R. Gualtieri, Passigli ed., Firenze 2013.

<sup>20</sup> US Treasury Department, *Expanding the Market for Infrastructure Public-Private Partnerships: Alternative Risk and Profit Sharing, Approaches to Align Sponsor and Investor Interests*, Office of Economic Policy, April 2015; Id. *Expanding our Nation's Infrastructure through Innovative Financing*, Office of Economic Policy September, 2014.

pubblico Pil che è passato dal 70% del 2007 al 110% del 2014, mentre nella UE nello stesso periodo è passato dal 59% all'88%); a differenza dell'Europa gli USA sono una super-potenza e questo le permette di poter contare sul signoraggio del dollaro; infine, anche se l'economia americana è tornata su un percorso di crescita intorno al 3%, entrambe le due aree economiche potrebbero dover convivere con una crescita “moderata” nei prossimi decenni. Queste differenze sono sostanziali e crediamo abbiamo avuto un ruolo importante nelle scelte del modello di finanziamento degli investimenti e dell'economia delle due maggiori aree economiche del mondo. Gli Stati Uniti con interventi keynesiani diretti e la UE con la creazione di un modello che punta verso la omogeneizzazione dei progetti attraverso l'innalzamento della loro qualità tecnica per massimizzare la partecipazione dei capitali “pazienti” di lungo periodo (c.d. “capitalismo istituzionale o degli investitori istituzionali”).

Fino a prima dello scoppio della crisi – dall'entrata in vigore dell'Euro - la convergenza dei tassi di interesse sui titoli sovrani nell'Eurozona era quasi perfetta. La tempesta del 2008 ha rotto questo “incanto”. Gli spread hanno incominciato a divergere pericolosamente. La convergenza era basata sulle aspettative e non sulla realtà (così come, d'altra parte, sembra esserlo anche la successiva divergenza, così ampia e improvvisa – segno che i mercati non sono giudici infallibili della realtà). Nel frattempo il sistema bancario europeo si trovava a rischio di collasso. La recessione complicava ulteriormente il quadro. Cosa fare? L'Europa decide di procedere attraverso una politica fiscale severa e restrittiva. Di applicare regole molto rigide al sistema bancario – di fatto acuendo il problema del razionamento del credito – ma anche di avviare l'Unione Bancaria, che garantirà un futuro più sicuro al finanziamento bancario dell'economia, e, più recentemente, lanciando il Mercato Unico dei Capitali con l'obiettivo di trasferire una parte dei rischi dalle banche agli investitori istituzionali e di avvicinare il modello banco-centrico europeo a quello mercato-centrico americano. Nel frattempo, tuttavia, crescita ed investimenti sono crollati in tutta Europa<sup>21</sup>.

Con la seconda Commissione Barroso, il tema degli investimenti di lungo periodo è stato messo al centro della discussione. Sono state avviate diagnosi sulle cause della grave carenza di investimenti di lungo termine, proposti nuovi strumenti finanziari europei, nuove regolazioni che favoriscano gli investimenti di lungo periodo, stilati importanti documenti, fatte promesse. Ma di fatto molto poco è stato per ora realizzato. Con la Commissione Juncker si cambia musica. Il finanziamento degli investimenti viene messo al centro del suo programma, con l'avvio di politiche economiche europee concrete e con il lancio di un grande e nuovo programma comunitario. In prima battuta, alcuni lo accolgono come poca cosa – addirittura come una sorta di “gioco di prestigio” attraverso il quale con 21 miliardi (di garanzie) si fanno partire 315 miliardi di opere. La realtà è diversa e cercheremo di spiegare il perché.

Partiamo da due considerazioni. Una di ordine micro-economico e l'altra di ordine macro-economico. Dal punto di vista micro-economico solo il 90 per cento degli investimenti in infrastrutture in Europa viene realizzato in finanza di progetto<sup>22</sup>. Il restante 90 per cento viene realizzaoa – circa in parti uguali - dalle imprese (prevalentemente *utility*) e dal pubblico. Dal punto di vista macro-

<sup>21</sup> I soli investimenti privati nel periodo 2008-2014 sono diminuiti nella UE di 400 miliardi di euro (Fonte Eurostat).

<sup>22</sup> G. Inderst, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, EIB WP, 2, 3013. Va osservato, per inciso, che 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 esemplativo, 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.

economico, come abbiamo già osservato, l'Europa deve pensare ad un futuro di lungo periodo basato su: forte invecchiamento della popolazione (quindi aumento dei costi di sanità e pensioni); alti debiti pubblici; tassi di crescita moderati (almeno al confronto con quella delle grandi aree emergenti); ed una accelerazione della competizione dovuta a mutamenti epocali nell'economia globale. Le prospettive macroeconomiche di lungo periodo ci impongono di prepararci ora per poter giocare la partita domani con un bilancio pubblico europeo sostenibile e con un sistema finanziario stabile e forte sui mercati globali. Ma anche con infrastrutture – materiali ed immateriali – all'avanguardia e con un sistema industriale – e pensiamo soprattutto alle PMI – capace di cogliere le grandi opportunità della globalizzazione. Per ottenere questo obiettivo è necessario cambiare modello nel finanziamento degli investimenti e nel sostegno alle PMI. E questa la scommessa che l'Europa si sta giocando in questa fase della sua storia politica ed economica.

Ma quale è questo nuovo modello? Innanzitutto è un modello, come vedremo, altamente avanzato sia dal punto di vista tecnico e sia dal punto di vista finanziario. Un modello capace di attirare il grande stock di finanza globale di lungo periodo che è alla ricerca di investire una quota importante, ancorché minoritaria, in prodotti finanziari con sottostanti infrastrutture e altre attività dell'economia reale. Prodotti finanziari con profili di rischio/rendimento non speculativi e di lungo periodo. Per fare ciò è necessario allargare la quota di investimenti in finanza di progetto e in Partenariati-Pubblici-Privati (PPP) rispetto alla quota di finanziamenti diretti pubblici. Questa è la sfida. Per poterla vincere è necessario fare una serie di interventi di policy a vari livelli.

Questo nuovo modello contiene anche un importante messaggio politico. La creazione di una finanza per la crescita non solo per le generazioni presenti ma anche per quelle future. Se fondi pensione e assicurazioni vita investono una parte dei propri risparmi per le infrastrutture e a favore dell'economia reale avranno contribuito ad un mondo migliore per i figli e nipoti dei loro clienti – figli e nipoti ai quali nella seconda parte del secolo scorso hanno sottratto risorse future attraverso un utilizzo eccessivo del debito pubblico e pensioni troppo generose.

Il Piano Juncker rappresenta quindi un passo importante nella creazione di un modello europeo per il finanziamento degli investimenti che pesi il meno possibile sulle finanze pubbliche. Esso si basa su alcuni principi portanti e su una nuova architettura<sup>23</sup>. Il primo principio innovativo è quello della addizionalità (“additivity”): l'idea che progetti che non potrebbero essere finanziati senza il Piano lo potranno essere. Rappresenta un vero e proprio punto di svolta con il passato “il sostegno da parte del FEIS a iniziative a fallimento di mercato o in situazioni di investimento sub-ottimali, che non sarebbero potute essere finanziate con la normale strumentazione della BEI, del FEI e della UE” Si

---

<sup>23</sup> “Da parte della Commissione una prima risposta è venuta col "Piano di investimenti per l'Europa" (COM(2014) 903), presentato il 26 novembre 2014, che prevede lo stanziamento iniziale di 21 miliardi, composti da una garanzia di 16 miliardi proveniente dal bilancio dell'UE (ricavati dal Meccanismo per collegare l'Europa per 3,3 miliardi, da Orizzonte 2020 per 2,7 miliardi e dalla riserva di bilancio per 2 miliardi), e da un impegno della BEI di 5 miliardi di euro. Applicando a tale somma iniziale il moltiplicatore di 1 a 15, che costituisce - a detta della Commissione - una stima prudente rispetto ai più elevati effetti moltiplicativi verificatisi nell'ambito dei programmi BEI e COSME, i 21 miliardi da assegnare a un nuovo Fondo europeo per gli investimenti strategici, da istituire in seno alla BEI, dovrebbero mobilitare complessivamente 315 miliardi nell'arco di tre anni 2015-2017. Tale somma, peraltro, non tiene conto del potenziale derivante dagli eventuali contributi delle banche di promozione nazionali e degli stessi Stati membri (sui quali ultimi non si applicherebbero i vincoli del Patto di stabilità e crescita).” Audizione dell'Ufficio parlamentare di bilancio nell'ambito dell'indagine conoscitiva sul Piano di investimenti per l'Europa, Commissione V Bilancio – Camera dei Deputati, 25 febbraio 2015.



tratta di progetti che hanno tipicamente un profilo di rischio più alto e che grazie all'intervento delle garanzie diventano "finanziabili".

Si risolve così almeno in parte il già ricordato problema della mancanza di buoni progetti. Beninteso, il problema della qualità dei progetti è reale, e va affrontato, ma non di rado si dimentica che la redditività dei progetti infrastrutturali in giro per il mondo è spesso incrementata da una quota di finanziamento a fondo perduto a carico dei bilanci pubblici. Questo intervento pubblico si giustifica in ragione delle rilevanti esternalità positive che gli investimenti in infrastrutture (come quelli in innovazione, R&D, education e tecnologie) producono per tutta l'economia di un paese. Ma anche per gli effetti positivi che nel medio e nel lungo termine producono sugli aggregati di finanza pubblica. In un'ottica pluriennale, che ridia la corretta importanza al ruolo che ha il denominatore (la crescita) nel processo di fiscal consolidation, gli investimenti dovrebbero essere incentivati, ammettendo che possano essere finanziati a debito, mediante ricorso al mercato. In specie quando le risorse finanziarie reperite sul mercato hanno costi di finanziamento assai modesti, come avviene nella presente congiuntura. Ciò è oggi impedito in Europa dal Patto di stabilità e dalla sua asfittica logica annuale. Il Piano Juncker aiuta a superare questa difficoltà, mettendo risorse europee a disposizione per migliorare la bancabilità dei progetti e non contabilizzando nel Patto di stabilità europeo le risorse pubbliche nazionali che gli Stati decideranno di conferire nel Fondo europeo o nelle Piattaforme regionali, tematiche o nazionali. Quest'ultima innovazione è particolarmente importante e rappresenta in fatto la prima rilevante applicazione della Golden Rule nell'attuazione del Fiscal Compact<sup>24</sup>

L'introduzione del nuovo concetto permetterà di: (1) superare, almeno parzialmente, i c.d. "colli di bottiglia" grazie alla creazione di una *pipeline* più ampia di progetti "bancabili"; (2) affrontare "fallimenti di mercato" ed aumentare la finanziabilità di progetti a più alto rischio, al momento non finanziabili; (3) favorire il "blending" di risorse nazionali ed europee con risorse private, al fine di permettere la creazione di piani economico-finanziari sostenibili con un leva "ragionevole"; (4) favorire quei Paesi Membri che hanno maggiormente bisogno di investimenti, ma che per ragioni macroeconomiche e fiscali e/o altri ostacoli di carattere non finanziario e regolamentare non sono riusciti a decollare; (5) creare un processo di imitazione virtuoso tra sistemi paese, di graduale standardizzazione e condivisione di "migliori pratiche".

---

<sup>24</sup> E' così almeno in parte accolta la proposta che avanzammo in una conferenza organizzata dalla Presidenza italiana e dal Parlamento europeo nella sede di quest'ultimo, il 3 dicembre 2014: "E' necessario che la "Golden Rule", che il Piano Juncker propone di applicare ai contributi che gli Stati verseranno nel fondo comune, venga estesa almeno ai cofinanziamenti nazionali dei progetti che saranno stati selezionati come meritevoli di utilizzare le *financial facilities* previste dal Piano, nel senso di non conteggiarli nel deficit e nel debito ai fini del Patto di stabilità europeo. Non si tratterebbe, in tal caso, della introduzione di una Golden Rule per tutti gli investimenti pubblici, ma solo per quelli selezionati come eleggibili nel quadro del Piano Juncker. Da un lato dunque non si giustificherebbe la tradizionale obiezione basata sul rischio di contrabbandare per investimenti spese correnti; dall'altra, la conseguente attenuazione del percorso di fiscal consolidation stabilito dal Patto di stabilità avverrebbe in via temporanea ed eccezionale, come eccezionale deve ritenersi il Piano Juncker, inteso a contrastare con investimenti anticiclici le minacce di stagnazione e deflazione: troverebbe dunque una base giuridica, a trattati invariati, nella clausola di flessibilità rappresentata dal richiamo alle "circostanze eccezionali", sopra ricordate. La "Golden Rule" nacque del resto nel Regno Unito proprio per far fronte a lunghe fasi di recessione, che contribuì a contrastare con indubbio successo" (F. Bassanini, *Finanziare le infrastrutture in Europa. Piano Juncker, Golden Rule e il ruolo delle National Promotional Banks*, in *Astrid Rassegna*, n. 21/2014)

Il secondo principio è quello della comunicazione e della trasparenza attraverso la creazione di una piattaforma europea in grado di dare agli investitori informazioni dettagliate sui progetti e sulle piattaforme, per la valutazione e per la conoscenza di nuove opere. L'architettura del Piano è basata su un sistema "multi-livello" che dovrebbe essere in grado di intercettare operatori e progetti su diversi piani e diversi settori dello scacchiere europeo. Al centro c'è il Fondo composto da uno *Steering Committee* e da un *Investment Committee*. Quest'ultimo si occupa di valutare i singoli grandi progetti cofinanziati con la BEI e le c.d. Piattaforme. Quest'ultime possono essere regionali, nazionali e/o settoriali. L'architettura permette un ampio numero di combinazioni possibili in grado potenzialmente di adattarsi alle diverse necessità di investimento presenti nell'Unione. Inoltre, è possibile capitalizzare sulle Piattaforme già esistenti, eventualmente ampliandole, e/o di crearne di nuove. Le recenti piattaforme pilota sviluppatesi nell'ambito dell'ultima fase di budget europeo, come il Fondo Marguerite, la "Loan Guarantee Instrument for Trans-European Transport Network Projects" (LGTT), l'Energy and Efficiency Fund, la Project Bond Initiative, sono la dimostrazione che tali "Joint Platforms" possono avere successo.

Un altro pilastro del Piano è il riconoscimento del ruolo che le *National Promotional Banks* (NPBs) possono giocare nel Piano. Le NPBs si sono dette disponibili a mobilitare risorse importanti a favore degli investimenti pubblici e privati del Piano<sup>25</sup>. Il loro obiettivo è di fare in modo che le risorse pubbliche e private vengano mobilitate nella maniera più efficace possibile. Esse si sono rese disponibili a: co-investire con la BEI; costituire piattaforme regionali, nazionali e/o settoriali; fornire assistenza tecnica utilizzando le loro competenze locali a livello nazionale; contribuire alla definizione e individuazione di pipeline di progetti bancabili nazionali. Infine, il Piano costituirà un *Hub* di assistenza tecnica a livello europeo.

Il successo del Piano Juncker dipenderà da alcune condizioni generali. Il Piano, innanzitutto, necessita che vengano portate a termine alcune riforme, nazionali ed europee, necessarie per creare la giusta cornice istituzionale e di mercato per il finanziamento delle infrastrutture e per gli investimenti delle imprese. Stabilità politica e legislativa, procedure amministrative snelle e rapide, carichi regolatori e burocratici contenuti, un sistema giudiziario rapido ed affidabile, una pubblica amministrazione efficiente e tecnicamente preparata, sistemi educativi performanti, moderati carichi fiscali, un mercato del lavoro flessibile sono tutti fattori decisivi nelle decisioni di investimento, che oggi hanno come orizzonte l'intero globo. In non pochi Paesi europei, la qualità della regolazione e gli elevati rischi regolatori restano, nonostante qualche recente progresso, tra i maggiori ostacoli agli investimenti di lungo periodo. 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 europee e nazionali verso modelli *investment friendly*<sup>26</sup>. La capacità, o meglio il "vincolo esterno" del Piano nell'accelerare le riforme, è elemento essenziale e caratterizzante dell'azione della Commissione europea.

---

<sup>25</sup> KfW, CCD, CDP, BGK si sono impegnate con 8 miliardi di euro a testa da investire, non direttamente nel Fondo, ma nei progetti e nelle piattaforme del Piano, la spagnola ICO con 1,2 miliardi di euro.

<sup>26</sup> *Lo spazio amministrativo europeo*, a cura di Mario P. Chiti e A. Natalini, Bologna, Il Mulino, 2012.; e *Prove di Europa unita. Le istituzioni europee di fronte alla crisi*, a cura di Giuliano Amato e Roberto Gualtieri, Passigli Editori Firenze, 2013.

I settori inclusi nel perimetro del Piano sono numerosi: infrastrutture strategiche di trasporto, energia, istruzione, banda-larga, infrastrutture sociali e urbane, R&S, istruzione e patrimonio culturale, sostegno alle PMI e alle imprese più in generale. Le controparti eleggibili sono più ampie di quello che ci si sarebbe aspettato in un primo momento: imprese di ogni dimensione; imprese di pubblica utilità; entità del settore pubblico; PMI e Mid-Cap; *National Promotional Banks and Institutions* (NBPBIs) o banche commerciali; piattaforme dedicate.

I rischi che potranno essere assunti dalle iniziative del Piano vanno dal capitale di rischio, mezzanino e debito subordinato fino al debito *senior*. Le iniziative o operazioni sostenute dalle garanzie del FSIE avranno un profilo di rischio tipicamente differente dalle normali operazioni di finanziamento della BEI. Tuttavia, il processo di valutazione del rischio (incluso il calcolo delle probabilità di *default* e di *recovery rate*) dovrà seguire i criteri standard e quantificherà il c.d. rischio di assorbimento totale di ciascuna operazione che richiede garanzie necessarie per aumentare il rating, senza peraltro mettere a rischio la stabilità del bilancio della BEI, ma, nello stesso tempo, rendendo eleggibili progetti ed operazioni che secondo puri criteri di mercato non sarebbero “bancabili”. Nel caso di operazioni che riguardano capitale di rischio, la BEI fornirà finanziamenti diretti a imprese individuali o progetti, o finanziamenti a fondi di *equity* o a fondi con analoghi tipi di rischio.

Come abbiamo visto, l’“addizionalità” è un concetto chiave alla base del Piano. Il principio è necessario affinché il FSIE possa sostenere quelle operazioni/iniziative che sono soggette a fallimenti di mercato o a situazioni di investimento sub-ottimali. La BEI valuterà i singoli progetti utilizzando i suoi criteri standard di analisi del rischio e quantificherà la “expected loss” di ciascuna di esse. Il calcolo finale verrà fatto escludendo la c.d. “prima perdita” che verrà invece coperta dalle garanzie del Fondo. Quindi la valutazione del rischio della BEI verrà classificata a seconda del rischio che caratterizza l’operazione secondo il FSIE e la garanzia verrà concessa in base alle necessità di alzare il rating in modo da renderlo finanziariamente sostenibile. Il livello di “credit enhancement” sarà generalmente più alto dell’equivalente limite dato normalmente alla BEI. Il limite potrà variare con il tempo.

Se, seguendo il principio di addizionalità, le garanzie Juncker devono coprire i fallimenti di mercato, non dovrebbero essere considerate aiuti di Stato, quanto meno se concesse con procedure competitive. L’obiettivo è infatti quello di livellare il piano di gioco a livello globale, per fare in modo che le imprese, le operazioni in finanza di progetto ed in PPP europei possano competere a livello globale. Il punto è ancora in discussione, ma è cruciale.

Una delle idee fondanti dell’Europa è stata l’ambizione di realizzare un grande mercato unico nel quale la competizione aperta tra le imprese europee avrebbe prodotto innovazione, efficienza, produttività, dunque crescita e occupazione, oltre che “distruzione creatrice”. Occorreva per ciò livellare il campo di gioco, al fine di costruire una virtuosa convergenza competitiva fra le economie europee. Per raggiungere questo obiettivo furono introdotte una rigida disciplina della concorrenza e una complessa normativa mirante ad evitare che politiche di aiuti di Stato potessero creare impropri vantaggi competitivi a vantaggio delle imprese di uno o più Paesi, dislivellando così il terreno di gioco.

Questo obiettivo resta valido. Ma non è stato raggiunto. Non si può non constatare infatti che oggi un’impresa del Sud Europa paga svantaggi competitivi rilevanti ai suoi concorrenti del Nord Europa, in termini di costi del denaro, dell’energia, della logistica, e anche di costi regolatori, burocratici, “giudiziari” e fiscali. Il campo di gioco è ben lungi dall’essere livellato, assomiglia piuttosto a una grande città tedesca alla fine della seconda guerra mondiale, dopo tre anni di raid aerei alleati<sup>27</sup>. Un

<sup>27</sup> V. F. Bassanini, *Finanziare le infrastrutture in Europa. Piano Juncker, Golden Rule e il ruolo delle National Promotional Banks*, in *Astrid Rassegna*, n. 21/2014

ripensamento della disciplina del divieto di aiuti di Stato dovrebbe portare, con i necessari rigorosi controlli, ad escludere dal divieto gli interventi miranti a ridurre gli handicap competitivi (dunque miranti a livellare i dislivelli nel *playing field*) irrigidendo il divieto per quelli che li allargano. Nello scenario globale, le stesse ragioni dovrebbero valere ora anche per gli interventi della UE, miranti a ridurre gli svantaggi competitivi delle imprese europee verso i competitor extraeuropei.

Per rendere effettivo il mercato unico è naturalmente necessario che gli Stati che ancora non lo hanno fatto approvino e realizzino le riforme strutturali necessarie (liberalizzazione dei mercati, ammodernamento della PA, riforma del mercato del lavoro, ecc.). Ma ancora una volta, le riforme nazionali, pur indispensabili, non bastano: gli handicap competitivi nel costo dell'energia e nella logistica, per esempio, richiedono importanti investimenti sulle reti infrastrutturali europee e, più in generale, efficaci politiche europee dell'energia e delle infrastrutture. Ma altrettanto si dovrebbe dire della armonizzazione fiscale e regolatoria, non meno indispensabile per garantire una *fair competition* su un *levelled playing field*.

Occorre anche pensare a un'Unione economica e politica capace di promuovere la ripresa della crescita e della competitività europea, di rilanciare gli investimenti, di valorizzare le specificità dei singoli sistemi economici e giuridici nazionali. L'Europa si confronta oggi, infatti, sui mercati globali con grandi Paesi che non esitano a usare risorse pubbliche per sostenere la crescita quando necessario e che non rinunciano a definire e implementare efficaci politiche industriali e commerciali (si pensi alla Cina, ma anche agli Stati Uniti d'America, patria del libero mercato). Si tratta di Paesi che hanno fortemente rilanciato gli investimenti strategici, non solo in infrastrutture, ma anche in innovazione, R&D, *education*, tecnologie, e che hanno, anche per ciò, ripreso rapidamente un ritmo di crescita non inferiore a quello degli anni precedenti la crisi.

L'Europa è invece ancora nelle secche. Bisogna evitare che la UE non diventi una "Europa dei ragionieri dove la politica si limita a discutere dello zero virgola dei parametri" e non del futuro della più grande regione economica del nuovo mondo globalizzato che ha bisogno di investire molto di più in reti, conoscenza e infrastrutture sociali per crescere ed essere competitiva.

## Conclusioni

Sono passati otto 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. Come già ricordato, su alcune c'è ampio consenso, su 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. Ci auguriamo che sia la volta buona.