

## PROJECT FINANCING

## Le agevolazioni ferme al palo

## PROJECT FINANCING

# Le agevolazioni ferme al palo

Urgenti regole dalla Ue e dai Governi per favorire gli investimenti

di Franco Bassanini ed Edoardo Reviglio

**STRADA OBBLIGATA**

Alla luce del fiscal compact è difficile rilanciare la crescita senza incentivare fiscalmente il ricorso a capitali privati nelle opere infrastrutturali

Come ha sottolineato Mario Monti, nuove misure e strumenti per il rilancio degli investimenti in infrastrutture, ricerca, energia e telecomunicazioni dovranno essere uno dei capitoli-chiave del nuovo "Growth compact" europeo.

Ma la spesa pubblica per investimenti non potrà crescere di molto, dati i vincoli del Fiscal compact e la necessità di ridurre comunque i debiti pubblici. L'alternativa più ovvia è il ricorso a capitali e finanziamenti privati, nelle forme della finanza di progetto (Fp) o delle partnership pubblico-privato (Ppp), allargando il più possibile l'area delle infrastrutture "calde", che sono in grado di ripagare i capitali investiti e i finanziamenti ottenuti (come l'Italia ha cominciato a fare, per esempio, con le nuove disposizioni sul canone di disponibilità).

Ma il quadro non è incoraggiante. Storicamente, oltre il 90% del debito per le iniziative di Fp è stato finanziato da banche, in specie da banche europee, che ancora coprono i due terzi del mercato mondiale del settore. Ma le regole di Basilea 3 e dell'Eba e i costi crescenti di funding rendono tutto più arduo. Basilea 3 impone ratios che penalizzano gli investimenti di lungo periodo e richiedono per la Fp spread in forte crescita. Le banche europee sono costrette a ridurre i cosiddetti risk-weighted assets che stanno al denominatore dei capital ratios, cosa che appare loro - nelle attuali condizioni di mercato - meno arduo di un aumento dell'equity, ovvero del numeratore: si stima una riduzione dell'ordine di 2/3 mila miliardi di euro tra il 2011 e il 2013. Non minori difficoltà vengono dai nuovi ratios di liquidità e dal costo crescente dei long-dated floating swaps. I volumi medi delle operazioni finanziate sono diminuiti drammaticamente e raramente vanno oltre i 7-8 anni. Il costo è cresciuto, e va da una media di 250-350 punti base fino a 500. Le banche fanno fatica a sindacare i presti-

ti. Cresce la vendita dei prestiti da parte delle banche sul mercato secondario.

Le due operazioni Ltro della Bce hanno "tamponato" la crisi di liquidità a breve, ma poco possono nel favorire maggiori finanziamenti di medio e lungo termine all'economia. Con Solvency 2, analoghe difficoltà incontrano tradizionali investitori di lungo termine, come i fondi pensioni e le assicurazioni vita. Restano le banche pubbliche di sviluppo (Bei, Bers, Kfw e le Casse depositi e prestiti), ma non possono far tutto da sole.

Che fare? Monti propone di escludere dal Patto di stabilità alcuni investimenti pubblici (per es. i Ten-T, i Ten-E e le reti NGN), almeno per alcuni anni: così delimitata e "mirata" (e auspicabilmente limitata alle infrastrutture "fredde") è una proposta più che fondata; ma non sarà facile vincere le resistenze tedesche. Almeno per le grandi reti europee (Ten-T, Ten-E, e Ngn) è anche ragionevole riproporre il finanziamento mediante eurobond di progetti aventi adeguati requisiti di solidità e redditività, e dunque capaci di ripagare il costo del debito a tassi "europei".

Per sostenere la Fp e le Ppp, la Bce potrebbe poi ragionare su misure non convenzionali, del tipo di una Ltro a 6/9 anni, riservata agli investitori di lungo termine, assistiti da garanzie pubbliche (e usando come collaterali attivi a lungo termine, compresi gli stessi "buoni" progetti). Gioverebbe anche la ricapitalizzazione della Bei, sostenuta da alcuni governi (ma non da tutti); e, sul versante dell'equity, una moltiplicazione dei fondi europei sul modello Marguerite.

Ma l'Ue e gli Stati dovrebbero intervenire per sostenere Fp e Ppp soprattutto con incentivi fiscali, garanzie e misure di contorno (semplificazioni burocratiche, accelerazione delle procedure). La concessione di agevolazioni fiscali, che rendano finanziabili iniziative di Fp altrimenti impossibili, giova nello stesso tempo al consolidamento fiscale e alla crescita, finché l'agevolazione non supera le maggiori entrate che le nuove iniziative generano al netto di effetti di sostituzione.

Garanzie pubbliche e/o incentivi fiscali sono necessari anche per il finanziamento delle infrastrutture mediante project bonds (Pb). Il mercato mondia-

le dei Pb aveva raggiunto i 26 miliardi di dollari nel 2006. Con la crisi ed il collasso delle monoline è crollato nel 2008 per poi riprendersi nel 2011, grazie ai Petrobras per l'ecosistema in Brasile, a nuovi progetti nel Medio Oriente e soprattutto al Piano di stimolo USA. I Pb americani, emessi per lo più da enti locali e Public Authorities (200 miliardi di dollari nel 2008-2009), godono di forti incentivi fiscali. Quelli europei, emessi dalle società private interessate, avranno la garanzia della Bei, ma limitatamente ai Ten-T, Ten-E e NGN. Occorrono incentivi fiscali e garanzie anche per gli altri investimenti di lungo termine, senza di che i Pb europei rischiano il flop.

Parallelamente, bisogna agire sia sul fronte del capitale di rischio (per tenere conto dell'attuale processo di deleveraging pubblico e privato), sia sul finanziamento bancario, soprattutto nei primi anni di vita dei progetti, ovvero durante la "fase di costruzione". Più in generale, per il rilancio degli investimenti, occorre por mano alla rimodulazione del regulatory framework (Basilea 3, Solvency 2, regole contabili e norme Eba) che oggi li penalizza. Non si tratta di allentare il rigore dei presidi della stabilità finanziaria, ma di trovare soluzioni compatibili con le esigenze del finanziamento della crescita, senza la quale nel lungo termine la stabilità finanziaria è comunque a rischio. Gli stessi Pb non troveranno sottoscrittori, se fondi pensioni e assicurazioni vita saranno costretti da regole che prescindono dalla specificità del loro business model.

Auspicata dai rapporti di De Larosière e di Mario Monti, e da ben cinque Comunicazioni della Commissione Ue, la definizione di un regulatory framework più favorevole agli investimenti è ancora ferma al palo di partenza. A parole, incontra quasi unanimi consensi. È ora che l'Europa passi dalle parole ai fatti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

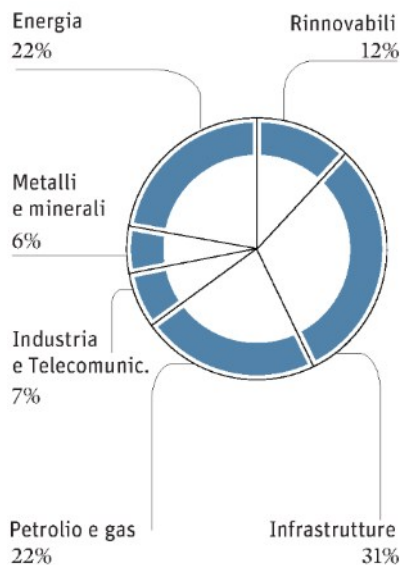


## Il mercato globale

### PER SETTORE

Debito della finanza di progetto

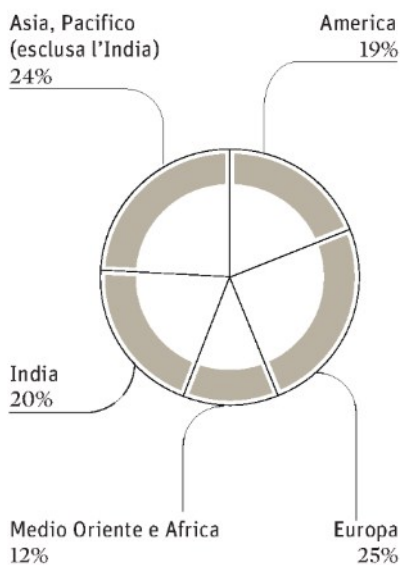
Dati riferiti al 2011



### PER REGIONE

Debito della finanza di progetto

Dati riferiti al 2011



Fonte: Dealogic