

LA RIPRESA ECONOMICA E LA POLITICA INDUSTRIALE E REGIONALE: DALLA STRATEGIA AI PROGETTI

20 marzo 2015
Policy Workshop
Politecnico di Milano

RILANCIO ECONOMICO E SMART CITIES: PROGETTI E STRATEGIE FINANZIARIE¹

Maurizio Baravelli

Ordinario di Economia e gestione della banca
e di Corporate e investment banking
Dipartimento di Management
Università di Roma “La Sapienza”

maurizio.baravelli@uniroma1.it

SMART CITIES E POLITICHE REGIONALI PER LA CRESCITA

Nel nostro Paese, in molte regioni, lo sviluppo è ampiamente trainato dalle aree urbane dove si concentra la maggior parte della popolazione e delle attività economiche. Concentrare l'attenzione sul ruolo delle città nel disegnare strategie di rilancio dell'economia rappresenta, pertanto, un punto di avvio di una concreta politica per la crescita. E il riferimento al paradigma delle smart cities è d'obbligo perché la realizzazione di “grandi progetti urbani” e di “progetti strategici prioritari” si sposa non solo con l'obiettivo del rinnovo delle aree

¹ Questa Relazione propone una serie di considerazioni e riflessioni per un inquadramento della problematica finanziaria dei “progetti strategici” urbani. Stante la varietà di tali progetti, è evidente che sono necessari approfondimenti e valutazioni puntuali alla luce della loro specifica e concreta configurazione. VERSIONE PROVVISORIA.

urbane - per il miglioramento della qualità della vita - ma anche con il fatto che nelle città vi è un potenziale di creatività che può favorire l'innovazione delle politiche industriali e regionali².

Da quando si è cominciato a discutere, alcuni anni fa, di smart cities, facendo riferimento alle smart technologies applicate alle città, il concetto di città intelligente si è arricchito di vari significati, prospettive, contenuti; un'evoluzione che pare non essersi del tutto esaurita e che beneficia delle interazioni tra diversi campi disciplinari, che, insieme, hanno concorso a determinare una riflessione più ampia rispetto alle questioni inizialmente poste dalla modernizzazione delle aree urbane grazie alle tecnologie intelligenti. Così risulta oggi probabilmente più difficile dare una definizione semplice di smart city.

Ma la questione definitoria resta un punto importante; ed è da qui che questa relazione vuole partire al fine di affrontare la problematica delle strategie finanziarie delle smart cities che poi è il tema di come sostenere lo sviluppo di “idee forza progettuali” per il rilancio economico con la creazione di nuovi “mercati guida”. Un tema indubbiamente centrale perché, come si cercherà di mostrare in queste brevi note, lo sviluppo delle “città intelligenti” - e dei vantaggi che esse comportano - non è possibile senza il sostegno di coerenti soluzioni di finanziamento, senza la mobilitazione di capitali soprattutto privati (dato lo scarso contributo che può dare attualmente la finanza pubblica), e senza il supporto e il coinvolgimento del sistema bancario e finanziario.

Da diversi punti di vista, si può affermare che siamo in presenza di un nuovo *modello di business*, non solo per numerosi settori industriali - con il coinvolgimento di grandi e di PMI imprese - ma anche per il sistema bancario e finanziario dato il fabbisogno di fondi che i progetti di investimento comportano; per cui al business delle “smart cities” le banche e gli intermediari devono guardare con interesse perché a esso si associa uno scenario indubbiamente

² Concordiamo con Cappellin R.(2015), “Introduzione al dibattito prime indicazioni operative”, Policy workshop- Politecnico di Milano, 20 marzo 2015, che occorre promuovere la crescita delle nostre città “senza attendere i tempi dell'Europa: la riqualificazione delle città può creare nuova occupazione, migliorare la qualità della vita dei cittadini e trainare lo sviluppo di nuove produzioni che diversifichino il “made in Italy” e promuovano una “rinascita industriale”. Aggiungiamo noi che il contributo che il Piano Juncker potrà dare al rilancio economico dell'Italia è tutto da verificare, alla luce della natura dei progetti finanziati, dell'attrattività di tali progetti (elaborati quando?) nei confronti dei capitali privati, dei tempi effettivi di attuazione e, non ultima considerazione, della corrispondenza di tali progetti a un disegno unitario, coerente, di politica infrastrutturale.

promettente con la possibilità di generare (oltre a benefici sociali) interessanti occasioni di profitto e di sviluppo di affari grazie all'effetto moltiplicativo che i progetti di innovazione- ammodernamento urbani sono in grado di generare.

Se rilanciare gli investimenti è necessario per la ripresa economica del nostro Paese (come si è ampiamente mostrato nei precedenti Convegni di Milano e di Padova³), partire dai bisogni delle città è una strada da percorrere, anche per cogliere le esigenze che derivano dalla recente istituzione delle città metropolitane, le cui amministrazioni si trovano a dover affrontare la pianificazione di ampi territori e il miglioramento delle relative infrastrutture.

Ma il riferimento alle aree urbane ha anche un'altra giustificazione, messa in evidenza dagli studi di economia regionale. Bisogna, infatti, prendere atto che una città "smart" differisce da una città "tradizionale", non solo perché ha risolto (o sta risolvendo) in modo efficiente ed efficace una serie di problemi che condizionano la qualità della vita dei suoi cittadini - grazie in buona misura alle nuove tecnologie e a innovazioni urbanistiche e istituzionali-organizzative - ma anche perché "smart" significa "intelligente funzionamento" nel senso che una città è intelligente perché è in grado di generare processi di apprendimento collettivi e di produrre - essa stessa - innovazione con ricadute positive e diffuse - a livello sia urbano che nazionale - su crescita, benessere e occupazione. La questione delle "smart cities" assume, pertanto, in questa ottica, rilevanza sul piano economico-finanziario per il rilancio economico del nostro Paese.

IL RUOLO DEI PROGETTI STRATEGICI

Realizzare una "città intelligente" richiede processi migliorativi (ma anche trasformativi) con un tasso di cambiamento che è funzione della complessità della problematica che si accumula inevitabilmente nel tempo per effetto dell'aumento della popolazione e dell'estensione territoriale (dovuta all'intensità-continuità abitativa e delle attività economiche delle aree circostanti) ma anche della scarsa attenzione nel tempo alla razionalizzazione, al coordinamento e alla integrazione delle infrastrutture e dei servizi pubblici e privati (diseconomie urbane).

La complessità del territorio alimenta nuovi bisogni, e comporta correzioni di rotta anche per la necessità di eliminare i disagi sociali che emergono e si

³ Baravelli M., Bellandi M., Cappellin R., Ciciotti E. e Marelli E. (2015), "La ripresa economica e la politica industriale e regionale", Eyesreg, Giornale di Scienze Regionali, Vol.1, N.5 – Gennaio 2015- <http://www.eyesreg.it/2015/la-ripresa-economica-e-la-politica-industriale-e-regionale/>

consolidano nel tempo per carenze imputabili alle carenze del management territoriale, alla scarsa sensibilità delle amministrazioni territoriali pubbliche (e della politica) e alla mancanza di mezzi finanziari pubblici da destinare alla loro soluzione⁴. Una smart city deve pertanto favorire anche l'inclusione sociale.

I miglioramenti non sono solo possibili ma anche necessari come abbiamo sopra evidenziato. Si aggiunga che il dibattito sulle smart cities si è arricchito con la considerazione del profilo della competitività dei territori per attrarre maggiori o più qualificati flussi turistici, insediamenti di nuove imprese, capitali di investitori internazionali. La questione della qualità della vita si intreccia così con quella della crescita, della lotta alla depressione economica, della promozione dell'innovazione. Nell'era della conoscenza, quale fattore determinante dello sviluppo, le aree urbane - nel momento in cui diventano "intelligenti" - rappresentano importanti motori di accelerazione dei processi innovativi delle strutture economiche, funzionando da centri di generazione di nuove idee con cui fronteggiare non solo vecchi bisogni dei cittadini con nuove soluzioni ma anche i nuovi bisogni emergenti in modo tempestivo ed efficiente⁵.

PROGETTI URBANI E STRATEGIE FINANZIARIE

Il punto di vista, che qui ci interessa richiamare, è proprio quello del ruolo che le smart cities possono svolgere nel contribuire a innescare processi di rilancio degli investimenti e di crescita - facendo da guida e traino alla ripresa a livello nazionale - nel momento in cui sono identificati e attuati progetti di ammodernamento in svariati settori della vita urbana che consentono di creare nuovi servizi e mercati migliorando l'occupazione e il reddito con ricadute moltiplicative sulla crescita nazionale. Lanciare grandi progetti urbani in diversi ambiti dove esistono bisogni insoddisfatti, in particolare di tipo collettivo, è una

⁴ Questi fattori spesso vengono utilizzati per giustificare un'inerzia che ovviamente non fa che aggravare la situazione creando anche un falso alibi alla tesi della impossibilità di realizzare sensibili miglioramenti.

⁵ A livello europeo, le prime iniziative a favore delle smart cities hanno riguardato azioni per la promozione delle energie rinnovabili per la riduzione delle emissioni di CO2 (Patto dei Sindaci) con il sostegno della Commissione Europea (nell'ambito della Strategia europea 20-20-20). Queste azioni (mobilità pulita, riqualificazione energetica degli edifici, ecc.) non beneficiano di un sostegno finanziario europeo specifico: i Comuni possono utilizzare i fondi della Bei o fondi strutturali inducendoli tramite collaborazioni cross-border.

strategia che si ritiene generi nuovi mercati e dare così un sensibile impulso alla ripresa economica.

Il Gruppo di Discussione “Crescita, Investimenti e Territorio”⁶ ha individuato sei settori (vedi tav.1) in cui si prospetta interessante realizzare grandi progetti urbani (Abitazione; Trasporti e logistica; Energia, ambiente, territorio e acqua; Salute, formazione e assistenza sociali; Tempo libero, cultura e turismo, media e internet; Filiere produttive locali). Si tratta di settori che, in molte città italiane, richiedono investimenti al fine dell’ammodernamento delle infrastrutture e dei beni collettivi, a favore di una migliore qualità della vita dei cittadini; ma sono anche degli ambiti in grado di sviluppare una domanda di servizi collettivi e di beni pubblici con ricadute su molteplici comparti produttivi (nelle stesse aree urbane ma anche all’esterno) e quindi in grado di generare aumenti sia dell’occupazione sia dei redditi.

E’ bene chiarire che i progetti urbani non riguardano solo le infrastrutture per l’erogazione di servizi collettivi alle persone e ai cittadini: anche le imprese che operano all’interno delle città - si pensi allo sviluppo dei distretti urbani, costituiti soprattutto da imprese di piccole e medie dimensioni delle diverse categorie - presentano bisogni che possono essere soddisfatti tramite la costituzione di beni comuni - di distretto e di filiera - così come tramite l’offerta di servizi di interesse comune a date categorie. Con questi beni e servizi comuni si generano economie esterne, aumenta la produttività dell’intero sistema produttivo locale.

Il fenomeno dei *sistemi produttivi urbani* è in crescita; essi mostrano maggiori capacità di innovazione, una più elevata produttività e una maggiore tenuta di fronte alla crisi economica; ciò conferma il ruolo delle città quali nodi delle reti della conoscenza e quindi l’importanza di creare un contesto favorevole al loro insediamento e funzionamento. Occorre quindi che, nell’ottica del sostegno a tali sistemi produttivi, si identifichino e finanzino progetti infrastrutturali per lo sviluppo urbano delle relative attività economiche nella prospettiva di aumentarne la competitività⁷. Questi progetti dovrebbero prendere vita nell’ambito delle

⁶ Gruppo di Discussione: “Crescita Investimenti e Territorio” 16 febbraio 2015

⁷ Tenuto conto degli obiettivi del miglioramento della qualità della vita, del benessere dei suoi abitanti e della riduzione dei costi diretti e indiretti che questi sostengono con riferimento ai servizi privati e pubblici, le città richiedono di essere organizzate in modo intelligente (cioè coerentemente con questi obiettivi), con adeguati investimenti infrastrutturali, pubblici e privati. Ma da un punto di vista più ampio, la città intelligente deve possedere un’organizzazione intelligente anche avuto riguardo alle esigenze e alle problematiche delle imprese (e dei relativi lavoratori) che operano sul territorio urbano in modo da ridurre le diseconomie esterne, aumentarne l’efficienza e la produttività,

relazioni collaborative fra le stesse imprese ma integrate da una visione tenga conto che le smart cities devono rispondere ad una molteplicità di esigenze e di interessi, da conciliare, che rendono non facile il processo di pianificazione dato che le aree urbane tendono a estendersi e a divenire sempre più complesse.

Se le aree urbane richiedono un programma di progetti di razionalizzazione, ammodernamento, innovazione, in grado di fungere - al tempo stesso - da motore di avviamento e di sostegno della ripresa economica, occorre evidentemente anche una “strategia finanziaria” che ne consenta la realizzazione. Il problema da affrontare è più ampio di quello di trovare soluzioni finanziarie ai singoli progetti: è necessario infatti favorire un contesto in cui si realizzi una stretta collaborazione fra gli attori territoriali che hanno un ruolo determinante nella definizione e realizzazione di tale programma: le banche e gli intermediari finanziari sono chiamati pertanto a intervenire in modo attivo alla governance territoriale e quindi a svolgere un ruolo di attori protagonisti (e potremmo dire anche pro-attivo) offrendo il proprio contributo non solo per quanto riguarda il *funding* ma anche sul piano delle idee e del miglioramento dei progetti.

Le relazioni collaborative in questo settore devono diventare sistematiche, alimentare una “cultura forte” che generi innovazione continua, selezione dei migliori progetti, livelli crescenti di efficienza ed efficacia. Ma evidentemente i modelli di governance territoriale richiedono che anche che le amministrazioni pubbliche territoriali facciano la loro parte e la politica crei le condizioni favorevoli per favorirle e incentivarle.

DALLE “IDEE PROGETTUALI” AI PROGETTI OPERATIVI

Nel sottolineare l’importanza della fase progettuale, non ci riferiamo solo ai progetti operativi (piani industriali), che devono passare al vaglio della verifica di fattibilità - ma anche e soprattutto alle stesse “idee progettuali” che devono essere “ idee-forti”, in grado di generare “buoni investimenti” e di essere pertanto

incentivarne i processi innovativi, rendendo possibile lo sviluppo industriale con la tutela del territorio. Il sostegno finanziario dei sistemi produttivi locali dovrebbe contemplare - nell’ambito dei piani di ristrutturazione e rilancio settoriali - un’offerta articolata di servizi di finanziamento anche avuto riguardo ai beni comuni e alle infrastrutture di distretto e di filiera che sono necessari per promuoverne anche la competitività. Cfr. Baravelli M.(2014), *La finanza di distretto. Il ruolo del sistema bancario nella trasformazione e nel rilancio dei distretti industriali*, Giappichelli, Torino.

condivise - in quanto intrinsecamente convincenti e attraenti - sia dal lato del loro impatto sociale (benefici ed effetti su: funzionamento, qualità della vita, sviluppo delle attività economiche, occupazione) sia dal punto di vista dei finanziatori dei progetti (a titolo di capitale e di debito) che se ne assumono il rischio.

Occorre quindi investire - senza lesinare sforzi - nell'approfondimento/perfezionamento delle "idee progettuali" sottoponendole anche al giudizio degli imprenditori⁸, che è bene che siano in qualche modo coinvolti nella verifica del grado di "imprenditorialità" di tali idee (cioè a dire: se esse possano ritenersi effettivamente delle *idee di business* potenzialmente di successo).

Il processo di produzione delle idee-progettuali, visto che queste avranno effetti non solo di breve ma anche di lungo periodo, comporta capacità di *vision* del futuro delle aree urbane, della loro organizzazione e delle modalità di affrontare l'evoluzione dei relativi problemi. E capacità di *vision* significa sostanzialmente poter fare leva su *meta-capacità imprenditoriali orientate al sociale*, lungimiranti, ma anche sensibili nel cogliere i nessi tra i benefici sociali e i vincoli economico-finanziari. Il fatto che le "idee progettuali" (e i progetti operativi) debbano essere integrati e interconnessi al fine di produrre i migliori *effetti complessivi*, mette ancora più in risalto l'importanza degli investimenti nella fase di progettazione delle idee (e quindi anche della *vision strategica sociale ed economica*).

Ricorrere alle reti della conoscenza - che intercettino gli attori delle aree urbane e la loro creatività - al fine di raccogliere, generare e perfezionare idee progettuali - ripetiamo: forti e convincenti - è la strada da percorrere. I progetti di

⁸ Le "idee progettuali" di cui parliamo possono essere generate e derivare da diverse fonti, non necessariamente dagli imprenditori. Gli studiosi, i professionisti della progettazione, i creativi nei vari campi della produzione e dei bisogni sociali possono produrre idee innovative prendendo spunti da contesti ed esperienze diverse, confrontandole e riflettendo sulle loro possibilità applicative. La creatività ha bisogno di ampi gradi di libertà per esprimersi ma deve passare poi al vaglio della pratica, del confronto con la realtà e ha bisogno di condivisione (ma questo è anche un altro problema). Nel passare al vaglio della realizzazione, le idee iniziali possono mutare, prendere altre strade, o trovare ciò che manca al loro perfezionamento. Gli imprenditori possono contribuire in questo processo di affinamento ma non possono sostituire il contributo che altre componenti del mondo del lavoro e dell'arte, come ad esempio gli architetti urbanisti, sono in grado di dare in modo esclusivo e determinante. Naturalmente vi sono anche gli imprenditori creativi e che posseggono al tempo stesso capacità di razionalizzazione; gli imprenditori capaci sono poi anche quelli che sanno scegliere i collaboratori con le migliori idee. Se imprenditori (lungimiranti, capaci e interessati) partecipano a processi di elaborazione di progetti innovativi, essi risultano maggiormente coinvolti nello sforzo di realizzazione.

investimento devono inoltre essere qualificati da forti connotati di innovazione in modo da stimolare soprattutto le imprese dei settori più avanzati (con l'emergere anche di nuove start-up) e favorire l'occupazione più qualificata. In tal modo si può dare impulso alla parte più nuova e innovativa dell'economia, e che ha le maggiori prospettive di crescita in futuro⁹. Non solo: ma, come più volte sottolineato, occorre anche puntare alla interconnessione tra i vari settori in modo da disegnare dei veri *territory turnaround plans*. Integrando progetti urbani settoriali sulla base di "idee forza" o "idee motrici" è possibile dare corso a una pianificazione urbanistica che guarda alla modernizzazione dei territori secondo un approccio sia infrastrutturale sia industriale. In tal modo, è anche possibile generare un maggiore potenziale economico complessivo e quindi rafforzare la sostenibilità finanziaria dei singoli progetti urbani.

Puntare a progetti infrastrutturali che abbiano ritorni sul piano non solo sociale¹⁰ ma anche economico è la "questione centrale" sul piano finanziario, date le difficoltà attuali (ma anche prospettiche) della finanza pubblica che impongono di ricorrere ampiamente al sistema bancario e ai capitali privati. Infatti, le banche e i capitali privati possono essere poco attratti da questi progetti se gli stessi non assicurano accettabili rendimenti. In effetti, il punto più critico delle "strategie finanziarie" delle smart cities - a supporto dei "progetti innovativi" - è indubbiamente la debolezza delle pipeline di "progetti bancabili", cioè di progetti "investment grade", capaci di generare adeguati *cash flow* (stabili e duraturi) che assicurino un ritorno all'equity (il capitale proprio è necessario per la costituzione delle società veicolo e per alimentare strutture finanziarie sostenibili), il rimborso dei finanziamenti e il pagamento dei relativi oneri. Il problema da affrontare non è,

⁹ L'economia italiana ha urgentemente bisogno di investire nei settori tecnologicamente più avanzati e innovativi e con prospettive di crescita al fine di bilanciare le flessioni che da tempo si registrano nei settori tradizionali e maturi.

¹⁰ Si legge nel Rapporto della CDP "Smart City. Progetti di investimento e strumenti finanziari": "La finanza di impatto sociale, sta assumendo un ruolo centrale nell'agenda politica di grandi Paesi del mondo, nella consapevolezza che per sostenere grandi processi di sviluppo sia sempre più necessario rivolgersi a capitali che sappiano affiancare al rendimento finanziario un rendimento sociale misurabile e verificabile. L'Italia ha recentemente fatto un passo di una certa importanza con l'approvazione del regolamento sul crowdfunding, ma molto spazio d'azione rimane su molti fronti, ad esempio sul piano fiscale, per il social lending, per il venture philanthropy, per i social impact bonds e in generale per gli altri strumenti di finanza sociale".

quindi, la scarsa liquidità; la liquidità è, e si prospetta, in realtà abbondante (si pensi al programma di espansione monetaria del Qe messo in atto dalla Bce): ciò che occorre è che i progetti siano sostenibili finanziariamente alla luce del loro rischio¹¹ e che siano compatibili anche con le esigenze delle categorie di investitori istituzionali più prudenti sul mercato dei capitali (come i fondi pensione e le assicurazioni).¹²

Tav. 1. Settori di sviluppo di Grandi progetti urbani

Progetti	Dimensione media dei progetti	Sostenibilità, grado di innovazione, rischio	PPP e PF	Grado di leverage	Grandi imprese	Finanziatori	Anchor investor e ruolo delle banche
Abitazione							
Energia, ambiente, territorio e acqua							
Trasporti e logistica							
Salute, formazione e assistenza sociali							
Tempo libero, cultura e turismo, media e internet							
Filiere produttive urbane							

Nella tav.1 sono riportati i settori di sviluppo di “Grandi progetti urbani” con l’indicazione di alcuni profili caratterizzanti: dimensione media dei progetti; sostenibilità, grado di innovazione e rischiosità; ruolo del PPP e del PF; intervento delle grandi imprese delle infrastrutture; potenziali finanziatori e investitori; ruolo delle banche.

¹¹ Vi sono aspetti che incidono sul grado di rischio che attengono al contenuto tecnologico, alla complessità della costruzione, alla regolamentazione, alla dimensione della domanda, all’orizzonte temporale di lungo periodo (30-50 anni).

¹² Su 500 progetti nell’energia, nei trasporti e nella banda larga di 29 paesi della Ue analizzati negli ultimi anni da uno dei maggiori fondi Greenfield che finanzia nuove opere, solo 9 di essi sono stati selezionati per co-investirvi nell’equity. Altri fondi Greenfield europei hanno un rapporto tra progetti analizzati e progetti in cui si è investito molto al di sotto del 30 per cento. Cfr. Reviglio E., “Come finanziare le infrastrutture con risorse pubbliche scarse?”, in *Economia Italiana*, n. 2. 2014.

Una discussione sulle “strategie finanziarie” percorribili per sostenere sia singolarmente sia complessivamente i progetti richiede di considerare questi profili caratterizzanti al fine di comprendere quali sono i principali “nodi” da sciogliere per assicurare il successo dei piani, le soluzioni finanziarie più coerenti.

Dimensione dei progetti

La dimensione dei progetti si riflette sulla complessità degli stessi (tenuto conto dei settori), sui relativi rischi e sulla problematica della loro valutazione. Nei progetti infrastrutturali - di tipo *greenfield* (nuovi investimenti in nuovi settori) - di grande dimensione, possono più facilmente intervenire i grandi investitori istituzionali - come i grandi fondi pensione e le maggiori compagnie di assicurazione - insieme a qualificati operatori di private equity; un ruolo importante può essere svolto dai project bonds assistiti dalla garanzia della Bei (al fine di mitigare il rischio). I rendimenti attesi sono superiori a quelli degli investimenti di tipo *brownfield* (dati i maggiori rischi) trattandosi, in questo secondo caso, di opere di ristrutturazione (come la riqualificazione di ex strutture e aree industriali)¹³. Ma anche in questo secondo tipo di interventi si richiedono approcci, strumenti tecnici e competenze specialistiche interdisciplinari.

Il requisito della sostenibilità è essenziale per l’operatore pubblico che deve coinvolgere altri investitori¹⁴. Nel caso di progetti di medio e piccole dimensione, specie nelle infrastrutture sociali (come scuole, ospedali, *social housing*) e in

¹³ La riqualificazione, il rinnovo e il riutilizzo delle aree industriali dismesse (ex siti industriali) - abbandonati o sottoutilizzati (spesso con problemi di inquinamento) localizzate all’interno o in prossimità delle aree urbane, oltre ad essere uno strumento per avviare nuove attività, favoriscono il contrasto della segregazione sociale e spaziale in molte città non solo in Italia (ma in tutta Europa).

¹⁴ Cfr. Commissione Europea, “Il modello SAT” (Strumenti di valutazione della rigenerazione dei brownfield) che prevede al fine del finanziamento pubblico tre fasi: collaborazione degli operatori nella definizione delle priorità per la sostenibilità; piano di finanziamento da parte degli estensori del progetto; modello di valutazione quantitativa per i decisori. Il SAT rappresenta un’innovazione importante e può non solo consentire un uso significativamente più efficace dei fondi pubblici, ma anche migliorare la qualità dei progetti di rigenerazione dei brownfield.

quelle energetiche, la formula della Public-Private-Partnership (PPP) e del Project financing (PF) è quella che offre i maggiori vantaggi, ed è raccomandata dalla Ue soprattutto perché favorisce la partecipazione del capitale privato senza aumentare il debito pubblico. Tuttavia, la percentuale dei progetti urbani finanziati in tal modo è ancora marginale (tranne che nel Regno Unito).

Sostenibilità, grado di innovazione e rischi

Sul piano della sostenibilità finanziaria, è opportuno operare una distinzione tra progetti in settori redditizi, perché generano buoni cash flow, stabili e continui, attraverso la vendita di servizi, e progetti in settori che non generano flussi continui e stabili pur essendo di interesse pubblico.

Nei settori redditizi (ad esempio quello delle utilities, delle energie rinnovabili, delle Tlc, ma anche dei rifiuti, dei centri sportivi, parcheggi, ecc.) è possibile coinvolgere i capitali privati e gli intermediari finanziari; negli altri settori (come quello dei trasporti), i cui rischi di costruzione sono elevati, è necessario l'intervento prioritario del capitale pubblico. Un elevato livello di rischio condiziona la sostenibilità perché aumenta l'incertezza dei flussi di cassa attesi: la rischiosità dei progetti varia in rapporto non solo ai rischi di mercato, tecnologico e di costruzione ma anche al rischio regolamentare. Nel caso dei progetti urbani siamo in presenza di investimenti che tipicamente rientrano tra i *flow-type project* in cui gli asset producono *servizi collettivi per il mercato* (a differenza degli *stock-type project* che riguardano lo sfruttamento di asset da cui derivano i cash flow).

Gli investitori e i finanziatori tendono a considerare le infrastrutture come una vera asset class, segmentabile in rapporto al rischio/rendimento; infrastrutture sociali (come sanità, istruzione), settori regolati (reti distribuzione gas, acqua, elettricità), infrastrutture economiche (porti, aeroporti, strade), altre attività (telecomunicazioni): ogni segmento ha una propria combinazione rischi/rendimento. Ne segue che gli investimenti infrastrutturali vengono collocati - nella curva dei rischi/rendimenti - tra il debito "investment grade" e il venture capital.

Si tratta di classificazioni della letteratura¹⁵ che vanno tenute presente perché condizionano gli investitori, ma va chiarito che il grado di innovatività dei progetti di investimento - nella prospettiva delle smart cities - non è un fattore ostativo essendo, al contrario, un fattore di successo quando riguarda appunto

¹⁵ Cfr. Forestieri G. (2011), *Corporate e investment banking*, Egea, Milano.

servizi collettivi che possono avere un alto gradimento da parte della domanda potenziale. Vi è poi da considerare che la formula della PPP - basata sull'iniziativa economica e imprenditoriale di soggetti privati - può produrre servizi di migliore qualità e a costi più contenuti rispetto agli standard degli investimenti pubblici.

E' chiaro che, nell'ambito di un clima depressivo, di austerità con una scarsa fiducia nella ripresa economica, può prevalere il pessimismo e vi può essere l'aspettativa che i nuovi mercati non siano in grado di emergere e di svilupparsi. Questa visione va contrastata: se i progetti riguardano beni e servizi con una domanda potenziale ampia, gli investimenti saranno redditizi; potrà svilupparsi una domanda indotta in numerosi settori, le imprese coinvolte aumenteranno l'occupazione e con questa anche i consumi.

Valutazione della sostenibilità finanziaria e garanzie

La verifica della capacità dei progetti di produrre cash flow è un punto centrale, come abbiamo detto: la garanzia dei finanziamenti è data da questa capacità e non dal merito di credito degli sponsor. Tale verifica viene effettuata in base alle ipotesi assunte dai progetti; ma i flussi di cassa hanno un margine di variabilità dato che determinati eventi - rischi - possono modificare le previsioni: occorre quindi tenere conto anche di ipotesi pessimistiche (analisi di sensitività ai fattori di rischio).¹⁶

Un buona progettazione - tecnica ed economica - consente a gran parte dei progetti urbani di essere sostenibili. In ogni caso, la sfida da affrontare è quella di definire un *piano finanziario* con le *soluzioni migliori* - anche innovative-ricorrendo alla combinazione di diverse fonti finanziarie.

La formula del PF consente di utilizzare livelli di *leverage* anche elevati qualora si rispetti il grado di copertura degli impegni verso i creditori (*debt service cover ratio*), cioè il rapporto fra cash flow e servizio del debito deve essere maggiore di 1. Ma anche la *struttura finanziaria* è un fattore di successo del PF: se il *leverage* è

¹⁶ Il caso recente dell'insoddisfacente andamento della gestione della "Brebemi" ((investimento finanziato con il PF) mostra come le ipotesi previsive possano risultare, alla prova dei fatti, deboli e come taluni rischi possano essere sottovalutati (la crisi economica, non prevedibile, ha ridotto l'attività di trasporto e il numero dei transiti; mentre il miglioramento della viabilità dell'autostrada Mi-Ve (il cui traffico difficoltoso ha giustificato la stessa Brebemi) ha agito da fattore concorrenziale nei confronti della nuova autostrada.

alto significa che i rischi devono essere ben gestiti e la previsione dei flussi di cassa è altamente affidabile (così anche gli azionisti-sponsor possono beneficiare di un maggiore rendimento del loro capitale)¹⁷.

Per ridurre i tassi di interesse dei prestiti e degli strumenti finanziari emessi dalle società veicolo per finanziare gli investimenti, possono intervenire le garanzie pubbliche (in modo da mitigare il rischio). Così può essere incentivata la partecipazione dei capitali privati e degli investitori istituzionali di lungo termine.

Una possibile soluzione può essere quella di far confluire gli strumenti emessi dalle società che gestiscono i progetti in vari settori - con differenti combinazioni di rischio/rendimento - in un *fondo comune* (*infrastructural fund*) che può così emettere a sua volta strumenti con un rischio/rendimento accettabile da parte degli investitori istituzionali (le società progetto settoriali emettono bonds collocati presso fondi comuni regionali promossi da enti pubblici territoriali).

La formula della PPP e il PF

La finanza di progetto (PF) rappresenta una formula di particolare interesse sia perché consente di sviluppare modelli collaborativi tra pubblico e privato (PPP) sia perché offre la possibilità di ricorrere a diversi fonti e strumenti finanziari. Il rischio del progetto di investimento viene mantenuto separato (grazie ad una società veicolo) dai rischi dei promotori (formula non-recourse) Dato che la sostenibilità finanziaria dipende dalle caratteristiche reddituali (flussi di cassa generati dal progetto), il PF è applicabile alle public utilities (trasporti, energia elettrica, gas, acqua, ecc.) che hanno un potenziale di mercato che può essere facilmente previsto.

La valutazione del *rischio di mercato* è pertanto un momento rilevante dello studio di fattibilità anche perché il “premio per il rischio” (e quindi il costo finanziario del progetto) aumenta con il grado di incertezza della domanda che qualifica il progetto. Ma vi sono altri rischi da valutare (in particolare: rischio di costruzione e di completamento, rischio tecnologico, rischio regolamentare, che si riflettono sul grado di incertezza della realizzazione dell’investimento (e quindi sui cash flow).

¹⁷ Se si verificano successivamente squilibri (e i cash flow si dimostrano inadeguati), si può procedere con aggiustamenti della struttura finanziaria che siano accettati dai creditori e dagli azionisti sul piano dei rendimenti: aumento del capitale di rischio, allungamento delle scadenze, ridefinizione del piano di ammortamento del debito.

La complessità del PF dipende dall’elevato numero di controparti coinvolte e dai problemi di agenzia che ne derivano, per cui hanno grande importanza i vincoli contrattuali. L’eterogeneità della normativa che si riscontra tra i Paesi della Ue costituisce un ostacolo alla creazione di un mercato europeo delle obbligazioni (project bonds) che le società veicolo possono emettere per finanziare i progetti, perché le diversità giuridico-istituzionali rendono complessa la valutazione degli effettivi rischi. Possono risultare quindi rilevanti le garanzie che assistono i titoli emessi al fine di renderli più attraenti agli investitori

L’importanza della collaborazione tra pubblico e privato e della finanza di progetto (PF) applicabile a gran parte dei progetti urbani porta a sostenere la necessità di potenziare questo modello¹⁸ che, come già accennato, è poco sviluppato nel nostro Paese. Le cause sono diverse: a) la carenza di competenze e di professionalità specifiche da parte delle amministrazioni pubbliche che dovrebbero promuovere e attivare i progetti (carenze di iniziativa dovuta anche a scarsa capacità di vision), per cui i progetti mancano o alla fine non risultano finanziabili; b) anche da parte del sistema finanziario vi è una certa riluttanza ad entrare in questo settore (che richiede anche agli intermediari capacità di analisi e valutazione); c) l’adeguatezza della regolamentazione italiana della PPP; d) gli onerosi vincoli di capitale richiesti alle banche dalla normativa prudenziale per questi investimenti, che ne riducono l’attrattività economica.

¹⁸ Occorre, quindi, un’azione di rivitalizzazione del settore migliorandolo in tutti i suoi punti di debolezza. E occorre anche ribadire la rilevanza del decentramento, rafforzando le competenze e le capacità imprenditoriali delle strutture amministrative territoriali, favorendo modelli collaborativi tra imprese, ricerca universitaria, finanza, associazioni non profit, sindacato. Puntare a modelli di “governance territoriale” significa stimolare la crescita professionale delle strutture amministrative periferiche - sulle quali occorre agire con politiche di miglioramento delle competenze - che altrimenti, in un’ottica di centralizzazione presso le istituzioni governative - sono destinate ad indebolirsi ulteriormente. La tendenza del Governo a pilotare dal centro l’intera azione di rilancio economico (accentrando i progetti, la loro selezione e prendendo le iniziative che possono essere decentrate) si scontra con quanto afferma l’economia regionale a proposito dei processi di apprendimento territoriali, la creatività e l’innovazione che possono emergere dai contesti urbani.

Le fonti finanziarie del PF

La formula del PF consente di ricorrere a diverse fonti e strumenti finanziari. Occorre premettere che, tenuto conto che il livello di *leverage* può essere abbastanza elevato, il debito viene suddiviso in *tranche* con diverso grado di subordinazione (diversi livelli di rating) in modo da ampliare la gamma degli investitori attraendo categorie che hanno una diversa propensione al rischio. La veste di azionisti (sottoscrittori dell'equity) è ricoperta dagli sponsor ma anche da investitori istituzionali (fondi infrastrutturali equity); il debito è suddiviso fra senior e junior: la tranche senior è più appetita dalle banche per il minor rischio mentre la junior può trovare collocamento sempre presso gli investitori istituzionali tra cui i fondi infrastrutturali di debito. Quanto agli strumenti finanziari, l'emissione di titoli obbligazionari (project bonds) offre il vantaggio di poter ricorrere direttamente al mercato mobiliare, ma le società veicolo possono essere finanziate anche dai prestiti bancari (mutui a medio termine) attraverso i "prestiti sindacati" (gruppo di banche coordinate da una banca arranger). Il ricorso al mercato mobiliare presuppone che i progetti siano particolarmente attraenti per i sottoscrittori potenziali, anche se, come già ricordato, tali titoli abbiano attualmente una capacità di circolazione limitata e possano essere acquisiti solo da investitori istituzionali.

Ruolo delle grandi imprese del settore delle infrastrutture

Si deve riconoscere che le nuove infrastrutture possono essere finanziate dalle infrastrutture esistenti (Reviglio 2014). In Italia vanno promosse le aggregazioni omogenee di imprese di servizi pubbliche creando filiere orizzontali in ogni settore. Sole le imprese di grandi dimensioni ("campioni nazionali" specializzati) in grado di generare redditi con cui realizzare nuovi investimenti. I vantaggi delle grandi dimensioni sono: le economie di scala che aumentano efficienza e la competitività; il modello delle public company; le privatizzazioni. Le infrastrutture sono state finanziate in passato quasi interamente (oltre i 2/3) dalla finanza pubblica. I tagli alle disponibilità delle Regioni e dei Comuni hanno determinato la caduta di questi investimenti. Occorre quindi mobilitare i capitali privati ma è anche possibile sfruttare la liquidità derivante dallo smobilizzo dei beni dei patrimoni pubblici non più necessari. Si contrappongono, quindi, due visioni: a) centralizzare al fine di una regia unica nella strategia di riordino, valorizzazione, privatizzazione dei beni immobili pubblici; b) modelli decentrati basata sulla collaborazione tra governance

territoriale e istituzioni nazionali. Il secondo modello è quello che riteniamo debba essere preferito.

Canalizzare verso gli investimenti le risorse comunitarie: un possibile ruolo del Qe

Un contributo al sostegno degli investimenti infrastrutturali può provenire dai fondi comunitari (Bei) e dalla stessa Bce se la liquidità immessa con il Qe viene canalizzata dalle banche o dai mercati negli investimenti. L'aumento della liquidità derivante dal Qe può costituire una circostanza favorevole al finanziamento dei progetti di investimento se le banche la orienteranno verso la concessione di prestiti a medio-lungo termine che sono una forma congeniale a finanziare sia le società veicolo sia le imprese infrastrutturali.

Ma le banche possono ricorrere anche alla liquidità ottenibile nell'ambito delle operazioni Tltro destinate alle imprese: anche questa forma di rifinanziamento utilizza risorse monetarie a un costo vicino allo zero. Si può poi ritenere che il Qe provochi un aumento dei corsi nel mercato azionario (come si è verificato negli Stati Uniti per effetto di analogia politica messa in atto dal 2008 dalla Fed): ne potrebbe derivare un effetto benefico per i processi di capitalizzazione delle imprese e per fornire il capitale di rischio necessario per alimentare equilibrate strutture finanziarie dei progetti di investimento, soprattutto di quelli a maggiore grado di innovazione. Ma la liquidità dovrebbe indirizzarsi anche verso il mercato obbligazionario contribuendo a finanziare le emissioni dei project bonds.

Il ruolo delle banche e degli intermediari finanziari

I "progetti urbani" (e in genere le infrastrutture) rappresentano, a nostro parere, come abbiamo anticipato nell'introduzione, un *business* certamente interessante per il sistema bancario e finanziario se questo è in grado di cogliere le opportunità di intervenire sul piano sia dei servizi di *advisory* e *arrangement* sia dei servizi di *corporate finance* e *investment banking*.

I ruoli che possono assumere vanno da un approccio integrato (copertura di tutti i servizi) alla focalizzazione (*advisory* o *arranging/underwriting*). Come advisor

banche - ma anche diversi intermediari finanziari ¹⁹ - possono fornire pre-valutazioni della finanziabilità dei progetti, assistere gli sponsor nei rapporti con gli enti pubblici ed, eventualmente, asseverare il piano economico finanziario del PF (valutazione sul piano tecnico, fornita all'amministrazione pubblica, che attesta la coerenza del piano economico-finanziario del progetto, senza configurare un impegno al finanziamento) ²⁰. Le banche possono svolgere attività di *due diligence* ((insieme agli altri consulenti) nella identificazione e valutazione dei rischi (analisi sensitività, definizione struttura finanziaria, schemi contrattuali, ecc.). Nella veste di arranger possono negoziare le operazioni finanziarie sui mercati e assumersi l'impegno di *underwriting*, organizzare il sindacato di sottoscrizione (quando si tratta di grandi progetti). Come finanziatori, le banche e gli altri intermediari finanziari possono conceder prestiti assumendone i rischi.

Il grave ritardo di cui soffre l'Italia nello sviluppo delle infrastrutture e negli investimenti pubblici sociali mette in luce la grande potenzialità di intervento che si prospetta per tutti gli operatori, comprese le banche, che hanno un ruolo da svolgere in questo settore. Se negli ultimi anni il nostro Paese ha perso decine e decine di miliardi di euro negli investimenti, nel recupero del ritardo - sia per sostenere la domanda interna sia per potenziare la competitività della nostra economia - emerge un fabbisogno finanziario ingente, a cui corrisponde un altrettanto ingente volume di risorse che - tenuto conto dei limiti di intervento della spesa pubblica - devono essere mobilitate *attraverso circuiti alternativi al debito pubblico*.

Tra questi circuiti vanno collocati i *fondi infrastrutturali* (sia di equity che di debito), i quali sono specializzati nell'investimento diretto in progetti infrastrutturali in vari settori. Essi sono un'emanazione sia di istituzioni specializzate sia di investitori istituzionali (fondi pensione, assicurazioni, banche di investimento) e si finanziano raccogliendo capitale collocando quote presso gli investitori istituzionali. Questi intermediari hanno subito un rallentamento con la crisi finanziaria, che ha evidenziato un *refinancing risk* e ridotto le opportunità di investimento; ma il settore deve essere necessariamente rilanciato.

¹⁹ Ci riferiamo soprattutto ai principali Gruppi bancari che dispongono di competenze specialistiche (anche nella forma di Società controllate); tra gli intermediari che operano attivamente nel settore degli investimenti infrastrutturali vi è la Cassa Depositi e Prestiti.

²⁰ Cfr. Forestieri G. (2011), *Corporate e investment banking*, Egea, Milano.

Le banche incontrano dei limiti a fornire direttamente le risorse per il finanziamento degli asset infrastrutturali: questo modello di business implica orizzonti temporali lunghi, graduale crescita dei flussi e rendimenti contenuti per cui è più congeniale agli investitori istituzionali. Le banche si trovano, tuttavia, in una posizione favorevole per i rapporti che hanno con il territorio, conoscono gli operatori dei settori infrastrutturali e quindi possono entrare nel business attraverso i propri fondi di investimento.

IDEE PROGETTUALI E PROGETTI OPERATIVI: IL SOSTEGNO FINANZIARIO DELLA PROGETTAZIONE

La questione finanziaria non riguarda solo il momento del finanziamento dei progetti operativi; per disporre di "idee progettuali" e di progetti validi (cioè con caratteristiche di innovatività e in grado avere un impatto significativo sullo sviluppo urbano) occorre che ne sia sostenuta la fase progettuale. Questo punto è critico perché non infrequentemente accade che i fondi destinati allo studio dei progetti siano scarsi - non solo per la parte tecnica, ma anche per la definizione del profilo economico - spesso insufficienti per effettuare buone progettazioni, per cui, riducendosi la qualità progettuale, i progetti risultano alla fine non bancabili, oppure emergono in seguito difficoltà finanziarie, con rischio di default, oppure si verificano ostacoli realizzativi che comportano ritardi e aumenti di spesa.

Quando la progettazione è delegata a chi ha anche la responsabilità dell'esecuzione del progetto, i costi di progettazione sono inglobati nel costo complessivo; ma in questo caso non sempre è assicurata la migliore progettazione, e vi può essere la tendenza a una lievitazione non giustificata dei costi. La soluzione che andrebbe seguita è quella di separare la fase progettuale dalla fase esecutiva, delegando ad apposite unità di progettazione (workteam di specialisti²¹) la definizione dei piani, e a strutture imprenditoriali (società veicolo) l'attività esecutiva. Questo approccio appare coerente nel caso dei progetti di investimento delle smart cities dato che le competenze richieste non sono quelle tipiche imprenditoriali (realizzative) perché i progetti hanno contenuti che comportano

²¹ Gli interventi per la modernizzazione delle città e la loro trasformazione in città intelligenti sono molteplici e coinvolgono diversi punti di vista e competenze tecnico-professionali. Vengono chiamati in gioco i pianificatori urbani, gli economisti del territorio, i sociologi, gli specialisti di diversi settori ingegneristici (energia, costruzioni, mobilità e trasporti, comunicazione e informatica) ma anche gli analisti finanziari che devono valutare i progetti dal punto di vista della capacità di generare ritorni in grado di remunerare i capitali investiti.

attività di studio su diversi piani scientifici, sono proiettati possibilmente verso l'innovazione e richiedono una visione integrata dovendo essere legati tra di loro e alle "idee motrici" che ne guidano la progettazione complessiva.

Normalmente accade invece che le "società progetto", che vengono costituite specie nell'ambito degli accordi di partenariato pubblico privato (PPP), siano investite dell'intero processo: progettazione-esecuzione, e talvolta anche della gestione, ma proprio per questa commistione le difficoltà e le circostanze negative sopra richiamate si presentano in buona misura, pregiudicando il successo delle iniziative o indebolendone la performance.

In conclusione, una buona progettazione evita di far lievitare i costi, rende più efficiente la spesa, riduce le possibili difficoltà realizzative, ne assicura la sostenibilità finanziaria: è opportuno ed economicamente conveniente pertanto non lesinare fondi alla progettazione se si vuole ottenere la migliore combinazione tra costi e risultati dei progetti di investimento.

Sarebbe opportuno che le "idee progettuali" potessero trovare un adeguato supporto da parte anzitutto delle amministrazioni pubbliche territoriali, che sono le prime a essere interessate a promuovere la modernizzazione delle città e la crescita delle proprie aree territoriali. Lo Stato dovrebbe essere in prima linea a finanziare l'innovazione; ed è innovazione, evidentemente, anche la *produzione delle idee* dalle quali prende avvio il cambiamento. Paradossalmente questa fase è trascurata: le amministrazioni dal canto loro hanno dimostrato di essere incapaci di produrre idee-motrici e progetti significativi; proliferano bandi su iniziative frazionate, di scarso impatto e non funzionali a dar vita a coerenti strategie di investimenti infrastrutturali.

Il problema di disporre di efficaci processi di produzione-elaborazione di idee progettuali è il problema dei problemi, che occorre presidiare e sostenere finanziariamente. Diversi attori territoriali potrebbero essere coinvolti: le fondazioni bancarie per statuto sono rivolte a sostenere iniziative a favore del proprio territorio e le stesse banche che operano localmente; si potrebbero poi coinvolgere tutti coloro che sono interessati a dare un contributo a favore dei problemi economici e sociali della città attraverso il canale del crowdfunding; non ultimo, attingere ai fondi europei a favore della ricerca.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Un programma di progetti infrastrutturali urbani richiede che sia definita una coerente strategia finanziaria. La questione ruota sostanzialmente attorno alla redditività dei progetti al fine di assicurarne il finanziamento soprattutto con il ricorso al capitale privato, dati i vincoli della finanza pubblica. Poiché deve trattarsi di "buoni investimenti", occorre investire anzitutto nel processo di generazione delle "idee progettuali". Queste dovranno essere selezionate in base alla qualità, al grado di innovazione e agli effetti da conseguire nei vari settori con riferimento agli obiettivi sociali ed economici.

Ma anche la progettazione operativa dovrà trovare un forte sostegno perché è solo da una progettazione attenta sul piano sia tecnico sia della valutazione economica che è possibile considerare il rischio dell'investimento e la sua sostenibilità finanziaria. Le banche e gli intermediari hanno un ruolo determinante nella selezione dei progetti perché, al fine di provvedere alla copertura finanziaria, si trovano a valutarne la capacità di generare adeguati ritorni da destinare al rimborso del capitale di debito e dei relativi interessi, e alla remunerazione del capitale di rischio investito.

La formula della PPP e del PF è quella che presenta la maggiore capacità di adattamento alle varie forme degli investimenti infrastrutturali offrendo anche una ampia gamma di soluzioni sul piano degli strumenti e delle fonti di finanziamento. Occorre pertanto promuoverne nel nostro Paese l'utilizzo, provvedendo al miglioramento sia degli aspetti tecnico-procedurali sia degli strumenti finanziari che lo possono rafforzare nella fase del *funding*. Ci riferiamo in particolare al ruolo dei *project bonds* con cui è possibile mobilitare risorse dal mercato mobiliare integrando quelle che possono arrivare direttamente dalle banche.

Ma appare soprattutto determinate il ruolo degli investitori istituzionali tenuto conto della durata a lungo termine degli investimenti, dei rischi e dei rendimenti. In particolare, gli intermediari specializzati – come i fondi infrastrutturali – sono in grado con la strategia di portafoglio di monitorare il rischio-rendimento rendendolo maggiormente compatibile con le esigenze degli investitori.

Le banche hanno, comunque, un ruolo importate da svolgere, nel collaborare nei processi di definizione e varo dei progetti di investimento infrastrutturale, dati gli stretti rapporti che esse intrattengono con il territorio.