

Il finanziamento delle infrastrutture

Verso un nuovo modello

Edoardo Reviglio

(*versione preliminare*)

1. 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 è 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.

2. 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 che 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 attività. Vi è tuttavia la possibilità di allearsi tra di loro condividendo l'acquisto di capacità di analisi esterne. In generale, il sistema di finanziamento non bancario delle infrastrutture potrebbe che sta emergendo a livello globale potrebbe vedere la 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 quello di opere Greenfield. Tuttavia, in generale, nei prossimi decenni, soprattutto nelle economie emergenti, ma non solo, la necessità di costruire opere nuove sarà superiore al fabbisogno richiesto per gestire ed ammodernare le opere esistenti.

3. Infine, non si chiede, ai fondi pensione e ad altri *long term institutional investor* di diventare i principali finanziatori delle infrastrutture. Si tratta di favorire lo sviluppo di un sistema 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 delle attività gestite, si potrebbero reperire ulteriori risorse per circa 2.200 mila miliardi di dollari a livello globale¹. I fondi canadesi ed australiani investono già attualmente circa il 15% in infrastrutture. Non credo sia possibile arrivare a tanto in altri paesi in tempi brevi, ma avvicinarsi a quella soglia potrebbe essere auspicabile.

4. 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 dedicati². Questo pone alcune sfide che dovrebbero essere al centro delle azioni di policy della UE nella prossima legislatura. Malgrado il PPP sia fortemente raccomandato dalla UE esso (a parte nei trasporti e nell'energia) non è mai veramente decollato, fatta eccezione per alcuni paesi come il Regno Unito, l'Olanda ed il Belgio. Nel Regno Unito, ad esempio, infrastrutture sociali costruite in PPP sono state nel periodo 1990-2012 (in base al volume – dato EPEC-BEI 2013) sono state pari al 35% del totale del PPP nell'istruzione e al 34% nella sanità. Nel resto d'Europa pari all'11% rispettivamente nell'istruzione e nella sanità. Più in generale, malgrado si assista ad una crescita del PPP rispetto ai finanziamenti diretti pubblici, la sua quota rimane comunque ancora piuttosto minoritaria. Nell'istruzione è pari al 20% nel Regno Unito a meno dell'1% nel resto d'Europa; nella sanità è pari al 40% nel Regno Unito e a poco più dell'1% nel resto d'Europa. Cosa dire delle prospettive del PPP e del PFI nella costruzione di infrastrutture sociali in Italia (ed in Europa) nei prossimi anni?

Se i progetti sono ben studiati, se il rischio regolamentare è contenuto o addirittura protetto da una garanzia pubblica e/o da speciali incentivi fiscali, la finanza di progetto con la partecipazione, a fianco degli operatori privati, di investitori “pazienti” e di lungo periodo può funzionare, in parte compensando i tagli di fondi pubblici dovuti alla crisi fiscale che stiamo attraversando. Se vogliamo

¹ B20, *Context on infrastructure sector globally Infrastructure and Investment Task Force* March 2015

² 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. Il Piano Juncker sembra volersi muovere in questa direzione.

che anche questo tipo di opere possano essere finanziate, almeno parzialmente, dagli investitori istituzionali di lungo periodo, è necessario, inoltre, che siano standardizzate e raccolte in portafogli dedicati. Questo pone alcune sfide che, come già osservato, dovrebbero essere al centro delle azioni di policy della UE nella prossima legislatura. 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. Il Piano Juncker con la costituzione di un HUB dedicato per l'assistenza tecnica a livello europeo in collegamento con altri HUB nazionali da rafforzare e/o da creare ex novo potrebbe dare un forte stimolo ad accelerare i tempi su questo cruciale ambito delle politiche europee per gli investimenti in project e in PPP.

Costruire un opera in PPP è efficiente se è vero che rappresenta più "value for money" (proposizione ancora controversa nella letteratura economica), ma lo è soprattutto se si considerano i moltiplicatori economici sul Pil, gli effetti positivi sull'occupazione, sulla coesione sociale ed, in generale, le "esternalità positive" che producono. Con debiti pubblici così alti, che rimarranno alti probabilmente ancora per molti anni, il futuro del finanziamento delle infrastrutture in Europa dovrà necessariamente cambiare. In sintesi, il nuovo modello 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, attraverso la creazione di Piattaforme nazionali, regionali e/o settoriali dedicate. Vi sono, inoltre, risorse comunitarie da sfruttare, sistemi di garanzia, anche di nuova generazione (Piano Juncker), nuovi strumenti finanziari innovativi, da orientare ed utilizzare per favorire l'investimento in questi settori. Il tema è interessante e degno di attenzione, anche in considerazione del lancio del Piano Juncker: il welfare visto come motore di sviluppo, con tutto quello che ne consegue in termini di strumenti finanziari per raccogliere investimenti da destinare alla crescita. È necessario affiancare all'Unione monetaria europea un Unione sociale europea passando anche attraverso una maggiore attenzione al finanziamento delle infrastrutture sociali.

Conclusioni. Se consideriamo gli investimenti pubblici in Italia la riduzione nel periodo 2008-2013, è stata pari a circa 7 miliardi di euro, passando da 37 miliardi nel 2008 a 32 miliardi nel 2013, valutati a prezzi correnti. Nel periodo in questione la diminuzione degli investimenti pubblici è stata quasi unicamente imputabile alla riduzione degli investimenti delle Amministrazioni territoriali, passati da 28 a 23 miliardi (- 22%), Gran parte della riduzione ha riguardato quindi la spesa degli Enti territoriali che, nel 2014, *ha rappresentato il circa il 72% della spesa pubblica totale per investimenti.*

È difficile che la situazione descritta possa cambiare radicalmente nei prossimi anni, se non decenni, a meno di non tornare a crescere a ritmi sostenuti e/o che non si prendano iniziative straordinarie sul fronte del debito pubblico.

Cosa fare dunque? In questo contributo indicherò tre possibili strade.

La prima, come abbiamo cercato di presentare in questa breve nota, riguarda il finanziamento attraverso il PPP e l'utilizzo di capitali e risparmio privato di lungo periodo come i fondi pensioni e le assicurazioni vita.

La seconda, riguarda la razionalizzazione, rafforzamento, ma soprattutto consolidamento del sistema delle società di pubblica utilità, che realizzano una grande parte delle infrastrutture del Paese.

La terza, l'utilizzo dei fondi provenienti dalla vendita dei beni del patrimonio pubblico non necessari, per finanziare beni (infrastrutture) necessari, da soli, o in combinazione con le iniziative in PPP.

In un periodo in cui la finanza pubblica è una risorsa estremamente scarsa, il gap infrastrutturale – quantitativo e tecnologico – può essere colmato con il moderno modello di finanza istituzionale:

utilizzare le risorse derivanti da una gestione efficiente delle infrastrutture esistenti per finanziare lo sviluppo di nuove opere, ma anche dalla privatizzazione di altri asset del patrimonio pubblico come immobili e terreni, attraverso un modello nuovo di PPP, tutto italiano.

Il Piano Juncker si muove nella giusta direzione. È necessario ora che UE, BEI, Banche Promozionali Nazionali e governi nazionali facciano la loro parte. Gli ambiti su cui è ancora necessario intervenire sono molti. I tempi sono stretti. Bisogna evitare che sia nell'ambito europeo e sia a livello nazionale la burocrazia non renda i processi "pesanti" allungando i tempi e, in questo modo, allontanando gli investitori che potrebbe invece decidere di investire in altre aree e regioni del mondo dove il contesto di riferimento si sta adeguando con maggiore rapidità. Se l'Europa vuole consolidare il suo nuovo modello deve farlo con grande coraggio politico ed istituzionale su tutti i livelli coinvolti nel governo dei processi. In molti casi si tratta di avviare vere e proprie "riforme strutturali" a livello nazionale.