

## Finanziamento degli investimenti strategici, project financing e PPP, dopo la crisi

Franco Bassanini

*Presidente Cassa Depositi e Prestiti*

*Intervento al meeting UTFP - EPEC*

*Roma, Presidenza del Consiglio, 15 dicembre 2009*

Mi limito a qualche riflessione generale, di quadro o di scenario, che mi pare di qualche interesse: innanzitutto perché queste riflessioni consentono – mi pare - di comprendere la straordinaria rilevanza della questione che è oggi oggetto della nostra attenzione, e poi perché consentono di fondare e motivare alcune proposte di azioni e misure di policy capaci di facilitare e incentivare il ricorso al PPP per la realizzazione di infrastrutture in Italia.

### **Crisi, crescita dell'indebitamento pubblico, ruolo degli investimenti strategici.**

Come è noto, la crisi lascia un'eredità pesante per i conti pubblici di tutti i Paesi ad economia avanzata. Ai costi degli interventi per il salvataggio o il sostegno dell'economia e delle istituzioni finanziarie si sommeranno quelli prodotti dagli effetti automatici della crisi sulle entrate fiscali e sulla spesa pubblica. Secondo le ultime stime del F.M.I., il rapporto debito/Pil dei paesi a "economia avanzata" raggiungerà nel 2009 il 101,8% del PIL; potrebbe arrivare nel 2014 al 121,7% e addirittura, a "bocce ferme", superare il 250% nel 2050. Una dimensione senza precedenti nella storia dell'Occidente, almeno in tempi di pace. L'Italia starà più o meno nella media (ed è questo già uno straordinario risultato: che ci consente oggi di non figurare più tra i cosiddetti **PIGS**; la **I** stava per Italia, ora sta per Irlanda!).

Il consolidamento fiscale necessario per ridurre il debito pubblico non sarà facile, durerà molto tempo, metterà a dura prova i Governi. Sarà reso più difficile dall'invecchiamento della popolazione e dall'aumento delle spese per il servizio dell'aumentato debito pubblico. Sarà un percorso politicamente difficile: si rischia una progressiva disaffezione dei cittadini nei confronti di una politica che non ha più risorse da spendere, ma solo tagli o tasse da imporre. Comunque, il tema della "nuova crisi fiscale degli Stati" tornerà al centro del dibattito. Che cosa fare per affrontarla? Come noto (escluse le privatizzazioni), vi sono tre modi principali per ridurre il rapporto debito/Pil: creare inflazione, produrre avanzi primari con la riduzione delle spese e l'aumento della pressione fiscale, accelerare la crescita e dunque aumentare il PIL. La prima strada è assai poco auspicabile e forse non risolutiva: se si innescassero aspettative di inflazione elevata, il costo al quale il debito può essere collocato

sul mercato aumenterebbe notevolmente, vanificando in misura significativa la riduzione dello stock in termini reali. Del resto, l'esperienza degli anni Settanta sconsiglia di percorrere una simile strada; e comunque la BCE farà di tutto per contrastarla. L'alta inflazione, infatti, una volta "liberata", è difficilmente contenibile, produce forti distorsioni nell'allocazione delle risorse, riduce il tasso di crescita, colpisce i più poveri, crea instabilità sociali e politiche. La seconda strada dipende dalle riforme strutturali del fisco e della spesa pubblica che si riuscirà a realizzare. Un percorso difficile e impopolare: negli ultimi quindici anni nessun grande Paese occidentale è riuscito a ridurre in maniera significativa la spesa corrente con misure strutturali; gran parte degli avanzi primari è stato ottenuto con operazioni straordinarie (privatizzazioni, condoni, cartolarizzazioni) o di *window dressing*; per le quali tuttavia gli spazi sono ormai piuttosto ridotti.

Rimane la terza opzione, l'accelerazione della crescita. E' la soluzione più auspicabile, ma non è meno difficile delle altre: i Paesi ad economia matura hanno per lo più registrato negli ultimi anni una crescita modesta, in qualche caso addirittura stazionaria. Le riforme strutturali di liberalizzazione, per dare più spazio alle "libere forze del mercato", non hanno finora dato i risultati sperati: continuano ad essere raccomandabili, ma non esonerano dalla ricerca di altri strumenti. Uno di questi (forse il principale) è, senza dubbio il finanziamento di grandi programmi pubblici di sviluppo e ammodernamento delle infrastrutture strategiche: non a caso, importanti investimenti di lungo periodo in infrastrutture nei settori dell'energia, dell'ambiente, dei trasporti, dell'innovazione e della ricerca rappresentano una componente fondamentale delle *exit strategies* di diversi tra i maggiori Paesi (Cina, USA, Corea del Sud, Giappone, Brasile, *in primis*); nel breve, essi sono – come si sa – parti essenziali di una politica anticiclica di rilancio della crescita, nel medio termine mirano a garantire ai Paesi che li hanno realizzati un miglior posizionamento negli scenari competitivi dei prossimi decenni.

La questione si pone anche per l'Unione europea e per i suoi Stati membri, tra i quali l'Italia. La domanda non manca: la Commissione europea ha – come è noto – stimato il costo dei TEN-T in circa 900 miliardi di euro (dal 1996 al 2020), di cui 400 miliardi di euro erano già stati spesi a fine 2007 e circa 500 dovranno essere spesi entro il 2020. Quanto alle infrastrutture energetiche, la UE dovrà investire entro il 2013 almeno 30 miliardi di euro in infrastrutture per raggiungere le priorità contenute nelle Linee Guida del Trans-European Energy Network (TEN-E). La connessione dei nuovi impianti di energia rinnovabile ha un costo stimato di 700-800 milioni all'anno. La Banca Mondiale, dal canto suo, ha stimato che, nei prossimi vent'anni, almeno 40 miliardi all'anno dovranno essere investiti in nuove infrastrutture europee e altri 60 miliardi all'anno saranno necessari per la manutenzione e la sostituzione degli impianti. Il principale focus sarà sulla generazione di energia, sull'ambiente, sulle telecomunicazioni e sui trasporti (ma in Italia vi sono anche altre priorità: basti pensare alle infrastrutture carcerarie; o alle opere di

ristrutturazione, messa a norma, consolidamento statico e sismico degli edifici scolastici e universitari, con costi stimati in poco meno di 50 miliardi).

### **L'Europa, l'eredità della crisi, la risorsa del PPP.**

Tutti i Paesi devono dunque per uscire dalla crisi accelerare gli investimenti strategici: a prima vista, l'esigenza di finanziare grandi programmi pubblici nei settori delle infrastrutture, dell'energia, dell'ambiente e della ricerca può determinare un brusco moto del pendolo verso il ritorno alla proprietà e al finanziamento pubblici di questi settori. E' probabile che questo avverrà (e già in qualche misura sta avvenendo) in alcuni dei grandi Paesi sopra ricordati, meno probabile che possa avvenire nei Paesi europei. I primi sono infatti in condizione di finanziare i loro programmi infrastrutturali con risorse di bilancio, i Paesi europei no. Cina, Corea, Brasile, Russia, India, Australia usciranno infatti dalla crisi con un rapporto debito pubblico/PIL sostenibile o addirittura modesto (intorno al 20% per la Cina, al 7% per la Russia, al 58% per il Brasile, secondo le stime IMF per il 2014); gli Stati Uniti godono ancora (per quanto?) dei privilegi del dollaro; gli Stati europei viceversa usciranno dalla crisi con livelli di indebitamento pubblico prossimi o superiori al 100% del PIL, che li costringeranno – come già si è detto – a politiche di bilancio assai rigorose.

Dovranno dunque i Paesi europei rinunciare a realizzare grandi progetti di investimento nei settori strategici e al contributo che ne deriverebbe per rilanciare la crescita, per migliorare la competitività del sistema economico-produttivo europeo, e per assicurare e tutelare i fondamentali beni pubblici della sicurezza, della coesione sociale, della qualità ambientale? La risposta non è necessariamente negativa. Ma impone di adottare una serie di misure, di riforme, di politiche e di strumenti che consentano – appunto - di far ricorso in modo sistematico al finanziamento di progetti infrastrutturali di interesse pubblico con capitali privati.

L'Europa, handicappata sul versante dei conti pubblici, può far leva – a ben vedere – su alcuni suoi importanti punti di forza: l'elevata propensione al risparmio delle famiglie (confermata anche in periodo di crisi dalle rilevazioni statistiche di fine 2009); la reputazione di stabilità e affidabilità dell'Euro e dell'economia europea, dovuta al Patto di stabilità (ancorché per qualche verso troppo rigido o perfino “stupido”) e alla politica prudente della BCE (pur da molti ritenuta eccessivamente conservatrice); la crescente esigenza delle economie emergenti (Cina, Arabia Saudita, Paesi del Golfo, Russia, Corea del Sud, Singapore, ecc.) di diversificare riserve, finanziamenti e investimenti, oggi troppo concentrati nell'area del dollaro. L'Europa sembra insomma in condizione di aumentare il suo grado di leva per attirare capitali dai mercati globali e per finanziare così, in particolare, gli investimenti di lungo termine in infrastrutture “calde” (trasporti, energia, TLC) suscettibili di produrre ritorni certi ancorché differiti nel tempo. Con un sistema di regole ed incentivi adeguati, una quota crescente dei risparmi delle famiglie europee, di altri capitali privati europei e non, e di capitali pubblici extraeuropei può essere

veicolata verso il finanziamento di investimenti infrastrutturali a lungo termine, capaci di garantire rendimenti di lungo termine sicuri e stabili nel tempo, ancorchè a tassi di redditività non elevatissimi.

La crisi sta infatti cambiando il profilo di rischio degli investitori. E' probabile che nel futuro avremo una domanda crescente di prodotti di investimento a basso rischio e di lungo termine da parte dei grandi fondi pensione, delle assicurazioni, dei fondi sovrani e, in generale, dalle famiglie e del risparmio diffuso a fronte di una crescente domanda di infrastrutture. Il punto di incontro tra la domanda di investimenti finanziari di lungo periodo e a basso rischio e la domanda di finanziamento di infrastrutture, con flussi di cassa stabili e certi, potrebbe rappresentare una opportunità per una uscita dalla crisi, potrebbe dare un contributo alla stabilizzazione dei mercati finanziari globali, potrebbe assicurare il finanziamento delle infrastrutture strategiche senza incrementare l'indebitamento delle pubbliche amministrazioni.

### **Il project financing, il PPP e il ruolo dei Long Term Investors**

Nonostante le ben note spinte al ritorno a un maggior ruolo dello Stato e del finanziamento pubblico, almeno per l'Europa la crisi non riduce dunque, anzi aumenta la necessità di ricorrere al PF e al PPP per finanziare e realizzare i grandi progetti di investimento. Come migliorare allora la possibilità di veicolare gli impieghi dei capitali privati e anche di capitali pubblici dei Paesi emergenti in surplus (Cina, Paesi del Golfo, Singapore, Arabia Saudita, ecc. ecc), verso gli investimenti strategici? E' del tutto ovvia – mi pare - la necessità di riflettere su un “pacchetto di misure” per una politica di rafforzamento del PF e del PPP per i progetti strategici che sempre meno potranno essere finanziati attraverso risorse di bilancio. Poiché ciò è vero non solo per l'Italia, ma per tutti i Paesi europei, si può pensare di aprire un confronto e un negoziato con la Commissione Europea e con gli altri partner dell'Unione per ottenere un quadro europeo – di norme e di policies – più favorevole per il PF e il PPP.

Occorreranno in primo luogo strumenti finanziari innovativi capaci di raccogliere e indirizzare i capitali privati verso gli investimenti di lungo termine in infrastrutture. Un ruolo rilevante, nell'architettarli, promuoverli e costruirli, può avere una “famiglia” di investitori istituzionali di lungo termine a partecipazione pubblica (la Banca Europea degli investimenti, la tedesca KfW, le Casse depositi e prestiti come la francese CDC, l'italiana CDP, la spagnola ICO e la polacca PKO, ma anche la neonata UK Infrastructures). Grazie alla natura pubblica (Stati, enti locali) o “sociale” (per es. le Fondazioni bancarie) dei loro azionisti, e all'esplicito endorsement pubblico spesso accompagnato da speciali strumenti di garanzia statale che ne agevola l'attività di raccolta, essi sono in grado di raccogliere capitali privati per finanziare impieghi con rendimenti sicuri ma differiti nel tempo e con IRR non speculativi; sono in grado di distribuire i rischi fra le generazioni; sono in grado di mantenere

anche a lungo i loro asset in portafoglio in tempo di crisi assolvendo a un ruolo anticiclico. Sono, non a caso, le stesse istituzioni che nel 2009, raccogliendo un invito del Consiglio europeo di Bruxelles del dicembre 2008, hanno dato vita al primo fondo equity per il finanziamento delle infrastrutture europee (“Marguerite”), prototipo di una famiglia di fondi internazionali che vedrà a breve la nascita di un secondo fondo per le infrastrutture nell’area mediterranea (“Inframed”).

Ma numerosi altri soggetti sono in grado di svolgere il ruolo di investitori di lungo termine: per esempio, i cosiddetti fondi perpetui, come i fondi sovrani, i fondi pensione del settore pubblico e alcune compagnie di assicurazione con passività a lungo termine vincolanti. In condizioni ideali di regolamentazione, questi investitori possono assumere un ruolo complementare rispetto a quello svolto dagli investitori di breve termine. La coesistenza di investitori di breve e di lungo termine può attenuare l’impatto di nuovi shock finanziari, poiché gli investitori di lungo termine hanno la capacità di smussare l’oscillazione dei profitti e delle perdite nel tempo, favorendo un approccio anticiclico. Inoltre, l’impegno degli investitori di lungo termine, in termini sia di importo sia di durata dell’investimento, consente investimenti in know-how e capitale umano complessi e costosi, attenuando i rischi di penalizzazione connessi alla volatilità di breve termine.

Questi investitori istituzionali di lungo termine possono avere un rilevante ruolo non solo perché rappresentano di per se stessi, per lo più, strumenti di raccolta e di impiego di capitali privati in progetti strategici di lungo termine; ma anche perché possono svolgere una funzione “maieutica” nei confronti di investitori finanziari o industriali non disposti ad assumersi *in toto* il rischio di questi investimenti (si pensi, per esempio, in Italia al caso dei termovalorizzatori). Infatti, come è già stato osservato, a causa della crisi, il rapporto tra capitale di rischio e debito nel finanziamento dei progetti è venuto modificandosi. Non è raro il caso di progetti finanziabili in PF solo in presenza di un concorso di investitori di lungo termine, in forma di equity, di debito o di garanzie, in grado di alleggerire il rischio degli investitori privati di mercato.

### **La necessità di nuove regole e di un adeguato sistema di incentivi**

Ma i sistemi di regolamentazione finanziaria nazionali e internazionale non favoriscono oggi lo sviluppo di questa categoria di investitori, e, più in generale, degli investimenti di lungo termine. Il rapporto de Larosière mostra come le attuali norme contabili e prudenziali, fedeli al principio *mark-to-market*, siano sistematicamente orientate alle performance a breve termine e incoraggino quindi effetti pro-ciclici. Nella riforma dei sistemi di regolamentazione, è auspicabile che i policy maker si pongano invece il problema di non penalizzare, ma semmai di favorire e di agevolare gli investimenti e gli investitori di lungo termine.

Sotto il secondo profilo (gli investitori) occorrerà definire una chiara distinzione tra investitori di lungo termine, capaci di mantenere in portafoglio i loro asset anche in periodo di crisi finanziaria, e le banche e i fondi comuni, che

devono rendere conto in qualsiasi momento ai loro azionisti e sottoscrittori e creare per essi valore a breve termine. Gli investitori di lungo termine dovranno sottostare a regolamentazioni più rigide per quanto concerne i requisiti di capitale e le responsabilità e obblighi nei confronti degli azionisti, delle autorità pubbliche o di altri stakeholder. Ma, in compenso, le forti esternalità positive per l'economia nel suo insieme, per la coesione sociale e per la qualità della vita generate dagli investimenti di lungo termine, oltre che il loro contributo al rilancio della crescita e alla competitività dell'economia europea, giustificano la previsione di regole e incentivi intesi a favorire la raccolta a tal fine di capitali privati e a compensare la minore redditività degli investimenti a lungo rispetto a quelli a breve (ma anche con profili di rischio più elevati).

Penso innanzitutto alle regole prudenziali e contabili: per esempio prevedendo una valutazione degli investimenti di lungo periodo in grado di tenere conto sia del valore di mercato che del valore futuro dei flussi di cassa attesi nel lungo periodo; e sviluppando un sistema di regolamentazione basato su una più chiara e definita segmentazione dei rischi, in modo da attenuare la tendenza ad esacerbare l'arbitraggio temporale tra breve e lungo termine, tipica degli operatori a breve, e da rafforzare l'individuazione di punti di equilibrio ben definiti tra attività e passività di lungo periodo. Specifiche regole prudenziali dovrebbero garantire che le passività vengano onorate quando raggiungono la loro naturale scadenza e che l'orizzonte di lungo periodo venga protetto in modo appropriato da contingenze di varia natura legate a passività, quali inattesi disinvestimenti, venuta meno di fonti di finanziamento di particolari classi di maturità rilevanti, ecc.

Accanto a una cornice regolamentare e prudenziale che includa specifici sistemi di incentivi, appropriate regole contabili, idonei sistemi di governo d'impresa e nuove norme sulla segmentazione dei mercati finanziari, accanto a ben costruiti strumenti finanziari e ad adeguati sistemi di garanzia anche pubblici, un ruolo potrebbero e dovrebbero giocare, nel favorire la mobilitazione di capitali privati negli investimenti infrastrutturali di lungo termine, anche idonee regolazioni fiscali. Già oggi molti Paesi europei (*quorum* l'Italia) prevedono incentivi fiscali rilevanti per gli investimenti in energie rinnovabili (impianti fotovoltaici, eolici, solari termici, ecc.), e diversificano la tassazione dei capital gains immobiliari a seconda della durata del possesso (nonostante in quest'ultimo caso si producano anche effetti negativi, per esempio in termini di ingessamento del mercato immobiliare). Una legislazione intesa a premiare, in generale, anche mediante agevolazioni fiscali, l'impiego di capitali privati nel finanziamento di progetti di investimento di lungo periodo con forti esternalità positive potrebbe dunque rappresentare, per i decisori politici, una seria alternativa all'impiego di risorse di bilancio sempre più scarse.

### **Due proposte finali....**

Le riflessioni fin qui svolte non sono – ovviamente – originali. Cominciano ad essere patrimonio comune di molti. Sono all'attenzione dell'OCSE. Hanno

motivato la costituzione di una federazione degli investitori di lungo termine tra BEI, KfW, Cassa depositi e prestiti, Caisse des Depots, China Development Bank, e altri. Ma stentano ancora ad entrare nel patrimonio culturale dei decisori politici, salvo poche eccezioni. Benché tra queste eccezioni ci siano, fortunatamente, alcuni dei nostri uomini di governo, manca ancora la consapevolezza della necessità di un “pacchetto” organico di misure di agevolazione o incentivazione degli investimenti di lungo termine mediante il ricorso al PF e al PPP che rappresenti l’oggetto di una politica pubblica strategica per il Paese, investendo iniziative di politica estera (regolazioni internazionali), di politica europea, di politiche regolatorie, fiscali e industriali interne. Il Dipartimento potrebbe forse convocare un prossimo seminario su questo tema.

Un’altra questione, più tecnica, meriterebbe la nostra attenzione in un prossimo futuro, magari con un altro seminario. Quella delle architetture istituzionali e degli strumenti finanziari capaci di allargare lo spettro dei progetti infrastrutturali “caldi”, cioè dei progetti capaci di assicurare rendimenti accettabili agli investitori, sia pure nel lungo termine e con IRR non elevatissimi (compensati per altro da rischi moderati). Come si sa, molti progetti infrastrutturali considerati oggi “freddi”, cioè incapaci di assicurare ritorni sul capitale in essi investito, o “tiepidi”, cioè suscettibili di produrre IRR troppo modesti da poter remunerare adeguatamente gli investitori possono, con innovative operazioni di ingegneria istituzional-finanziaria, essere “riscaldati”: si può dunque estendere l’area dei PPP e del project financing molto al di là dei confini finora conosciuti, sgravando i bilanci pubblici di gran parte dell’onere del finanziamento dei progetti infrastrutturali. Ma sarebbe utile riflettere insieme sul bouquet di strumenti e soluzioni utili a questo fine.

#### **....e una conclusione**

In ogni caso, la questione delle regole, delle forme e degli strumenti necessari per indirizzare capitali privati verso il finanziamento di infrastrutture mediante investimenti di lungo termine diventa, in questo contesto, del tutto centrale: per accelerare l’uscita dalla crisi, per promuovere la competitività dell’economia europea, per la costruzione di un modello di sviluppo sostenibile ed equilibrato. Alla luce dei vincoli strutturali dei bilanci pubblici di molti paesi industriali, nuove regole e nuovi strumenti finanziari di lungo periodo capaci di attirare capitali privati rappresentano la strada obbligata per rispondere alla forte domanda di infrastrutture senza accollare alle finanze pubbliche (e alle generazioni future) oneri insostenibili.

Ciò vale, del resto, anche per le istituzioni europee appena rinnovate dal Trattato di Lisbona. Nel momento nel quale sta per avviarsi il lungo negoziato intergovernativo per la definizione del nuovo quadro finanziario europeo (2013-2017), già si delinea infatti il rischio di una insuperabile impasse, tra la necessità di reperire risorse per finanziare i grandi progetti infrastrutturali europei (la nuova “Agenda di Lisbona”) e l’impossibilità di chiedere agli Stati membri maggiori trasferimenti dai loro bilanci appesantiti dalla crisi, o un

aumento dei carichi tributari gravanti sulle famiglie sotto forma di un incremento delle risorse proprie comunitarie. L'impiego, opportunamente incentivato, di capitali privati è l'unica via di uscita, l'unica strada praticabile. Quanto meno finché perdura l'annosa diffidenza verso il ricorso al debito sovrano europeo mediante l'emissione di *eurobonds*...