



**Banca
europea per gli
investimenti**

Dario Scannapieco

Vicepresidente
Banca europea per gli investimenti

*“Nuovi strumenti finanziari sul lungo termine
dell’Unione Europea: Equity, debito,
programmi di garanzie e project bonds”*

LONG TERM INVESTORS CONFERENCE

Roma, 17 giugno 2010

Desidero ringraziare i promotori, ed in particolare la Cassa Depositi e Prestiti, per avere organizzato questa conferenza dedicata agli investimenti di lungo termine.

Ricordo che la Banca Europea per gli Investimenti e' stata creata oltre 50 anni fa, proprio per finanziare gli investimenti infrastrutturali necessari per raggiungere gli obiettivi strategici di coesione e competitività dell'Europa.

Coesione e competitività sono due parole chiave più che mai attuali in Europa. La difficile congiuntura economica e i problemi di finanza pubblica, che impongono a molti Stati manovre di rientro del deficit e del debito pubblico, non devono porre in secondo piano le sfide della crescita, dell'integrazione economica e della capacità di competere a livello internazionale degli operatori europei.

Sostenere la crescita implica necessariamente continuare ad investire. Magari concentrandosi sulle priorità, e sulle iniziative con un maggiore ritorno economico nel medio e lungo termine, quali le infrastrutture, sia materiali (ad esempio quelle energetiche e di trasporto), ma anche quelle immateriali (i sistemi di formazione del capitale umano, la ricerca scientifica, il sostegno all'innovazione, ovvero quello che va sotto il nome della *knowledge economy*).

Il tema oggi è, quindi, come contemperare i giusti obiettivi di risanamento della finanza pubblica con la necessità di continuare ad effettuare investimenti se non si vogliono perdere posizioni nella classifica globale della competitività.

Una risposta può essere trovata nella ridefinizione dei ruoli tra finanza pubblica e finanza privata, utilizzando la prima in modo mirato, ossia per promuovere un maggiore coinvolgimento della seconda nella realizzazione di investimenti strategici.

Ma anche la crescente interazione e lo sviluppo di iniziative congiunte tra investitori – spesso di emanazione pubblica - che approcciano il tema degli investimenti con una prospettiva di lungo termine, può contribuire in misura sostanziale alla soluzione.

Il mio intervento tratterà l'utilizzo di diversi strumenti finanziari nell'attuale contesto. Prima, però, desidero soffermarmi sull'andamento degli investimenti nelle congiunture economiche recessive e sul ruolo, in esse, dei finanziatori di lungo termine come la BEI e gli altri partner del Club.

In recessione si verifica una contrazione degli investimenti. Se, poi, alla recessione si associa una crisi finanziaria, allora l'effetto è quello di una stasi più profonda e la successiva ripresa è più lenta, come si è visto in Finlandia e in Svezia negli anni '90.

Nell'attuale congiuntura, la disponibilità di risorse pubbliche per investimenti trova un limite nelle esigenze della finanza pubblica.

Ma anche le risorse private per investimenti si contraggono. Ciò accade sia a causa di un quadro economico e finanziario incerto e più rischioso, che dissuade gli operatori dall'intraprendere nuove iniziative – o porta a posporle – sia a causa della minore disponibilità di risorse finanziarie, tanto generate dall'autofinanziamento, quanto ottenibili dagli intermediari e dal mercato.

Tutto questo è confermato dalle stime recenti della Commissione europea, secondo la quale il livello generale degli investimenti dovrebbe mantenersi ridotto durante il 2010 nella maggioranza degli Stati membri della UE.

Nello scenario descritto diviene cruciale il ruolo svolto dalle istituzioni finanziarie internazionali come la BEI, e nazionali, come gli altri membri del Club, rivolte essenzialmente alla crescita e al sostegno alle politiche pubbliche.

Appare evidente come per esse, al compito, nel breve termine, di contrastare la contrazione dell'economia, debba seguire quello di lungo periodo, di sostenere le condizioni che assicurino uno sviluppo sostenibile.

Ciò, peraltro, in linea con quanto stabilito nel Consiglio ECOFIN del gennaio scorso, ovvero che la *exit strategy* debba fondarsi su due pilastri: il superamento della dipendenza da misure straordinarie e la promozione di politiche che incentivano una crescita sostenibile, stabile ed equilibrata.

A tale fine, la Commissione europea ha annunciato la strategia "Europa 2020". Le priorità d'investimento della BEI - progetti nel campo della ricerca, sviluppo e innovazione, nella green economy e nel contrasto al cambiamento climatico, nei trasporti, nel sostegno alle imprese, in particolare quelle piccole e medie - sono in piena sintonia con gli obiettivi di tale strategia.

Fare affluire maggiori risorse ai vari settori dell'economia, rappresenta solo una parte della risposta alla crisi. Occorre pensare anche alla qualità degli interventi, utilizzando una gamma di prodotti finanziari più ampia rispetto ai prestiti tradizionali, ricercando le sinergie con le risorse dei privati e agendo in alcuni casi da facilitatore dell'intervento di questi ultimi, accettando maggiori rischi.

La BEI ha già iniziato a farlo. Ha investito in strumenti di *equity* e *quasi-equity* in settori cruciali dell'economia quali le infrastrutture ed ha sviluppato prodotti di garanzia e di *risk-sharing* insieme alla Commissione.

Per esempio, la *Risk Sharing Finance Facility* è uno strumento finanziato dalla Commissione e dalla BEI per un ammontare iniziale di 500 milioni di Euro ciascuna. Esso copre i rischi in cui incorre la BEI nel finanziare investimenti nel campo della ricerca, sviluppo ed innovazione – tutti investimenti con ritorni economici di lungo termine e strategici per la competitività dell'Europa - realizzati da promotori con basso merito di credito o *non investment grade*. Dal suo lancio, nel 2007, al 2009, la BEI ha effettuato prestiti a valere su tale *facility* per 6,3 miliardi di Euro attivando progetti per oltre 16 miliardi di Euro. Un effetto leva, quindi, di circa 15 volte.

Questo prodotto offre sostegno direttamente ad imprese, centri di ricerca e altri soggetti, ma viene anche utilizzato, attraverso le banche partner della BEI, per sostenere progetti in ricerca e sviluppo delle PMI. Ciò significa che la BEI condivide, *pari passu* con le banche commerciali, i rischi relativi a finanziamenti – nuovi o già in portafoglio - da esse erogati alle PMI per attività di ricerca e sviluppo.

La stessa logica di *risk sharing* viene utilizzata per sostenere progetti di piccole dimensioni finanziati dalle banche commerciali nel settore delle energie rinnovabili e dell'efficienza energetica.

Tra l'altro il *risk weighting* dello 0% applicato alle esposizioni garantite dalla BEI, consente di liberare capitale degli intermediari finanziari, dando loro la possibilità di incrementare le attività di finanziamento. Si genera così un effetto "volano" sui volumi disponibili per sostenere l'economia reale.

Inoltre, la BEI, insieme al Fondo Europeo per gli Investimenti sta ampliando lo spettro dei prestiti a favore delle PMI, abbinando una garanzia su una parte del portafoglio esistente di prestiti della banca partner, con il finanziamento di un nuovo portafoglio di prestiti diretti alle PMI.

Infine, ha concesso 1 miliardo di euro al FEI per investire in fondi Mezzanine, che accordano finanziamenti in *quasi-equity* e *hybrid capital* rivolti allo sviluppo delle PMI.

Alla base di queste iniziative sta il concetto che la garanzia della BEI verso determinate esposizioni delle banche, o il suo intervento nelle componenti più rischiose di un finanziamento, facilita il coinvolgimento di altri finanziatori, agevolando la realizzazione di progetti.

Passando alle infrastrutture materiali, ricordo che i volumi in gioco sono elevatissimi.

Un esempio: il fabbisogno finanziario per realizzare le reti transeuropee dei trasporti è stimato in circa 400 miliardi di Euro nel periodo 2007-2013. Finora i finanziamenti della BEI hanno coperto circa il 20% del fabbisogno complessivo, i Fondi Strutturali ed il bilancio per le TEN-T circa il 15%, mentre la parte più consistente dei finanziamenti è stata erogata dai bilanci nazionali.

Altro esempio: per conseguire gli obiettivi della strategia 20-20-20 approvata nel 2008 dall'Unione Europea, sono previsti investimenti di 1000 miliardi di euro nei prossimi 10 anni nel settore delle energie rinnovabili e per l'efficienza energetica.

L'intervento dei privati appare dunque importante per realizzare questi investimenti.

Ma, affinché la finanza privata (anch'essa toccata dalla crisi) intervenga, anche per compensare la minore disponibilità di risorse pubbliche, oltre alla certezza su tempi e costi di realizzazione delle opere ed alla presenza di

quadri regolatori certi e stabili nel tempo, occorre definire nuove strutture di finanziamento.

In effetti, la capacità del settore privato di finanziare progetti strategici si è indebolita nel corso degli ultimi 2 anni e sono anche mutate le condizioni del suo intervento.

Gli operatori finanziari privati stentano ad offrire credito in misura adeguata e con durate sufficientemente lunghe. Spesso – in particolare nei partenariati pubblico-privato (PPP) - sono state riviste le strutture del finanziamento, aumentandone la componente *equity* o quella da coprirsi da parte della finanza pubblica.

Come ha anche sottolineato la Commissione con la Comunicazione del Novembre scorso, è importante sviluppare il PPP nella UE. Ciò anche per deconsolidare gli investimenti dai bilanci pubblici, cosa che accade se determinati rischi – tra cui quello di costruzione - sono opportunamente trasferiti ai concessionari.

È quindi in un rilancio del PPP che si può trovare un utile strumento per sostenere gli investimenti strategici. Devono essere definite strutture di finanziamento in cui intervengano in modo complementare settore pubblico, investitori di lungo termine ed operatori privati ed in cui i rischi di costruzione, di traffico o di disponibilità, siano allocati in modo da non fare gravare gli investimenti sui conti pubblici.

Un contributo può venire dal Centro europeo di consulenza sui PPP costituito nel 2008 dalla BEI e dalla Commissione insieme agli Stati membri, che promuove lo scambio di esperienze tra i vari paesi europei allo scopo di assistere il settore pubblico a migliorare le sue capacità di strutturazione di PPP.

Per quanto riguarda il ruolo della BEI, se la maggior parte del sostegno ai grandi progetti europei avviene ancora sotto forma di prestiti standard, è vero anche che essa mette a disposizione alcuni strumenti che consentono il finanziamento di progetti maggiormente rischiosi sia attraverso operazioni di finanza strutturata sia attraverso investimenti in *equity* e/o finanza *mezzanina*.

A titolo di esempio, la BEI dispone del *Loan Guarantee to Transportation TENs (LGTT)*, uno strumento cofinanziato per 1 miliardo di Euro dalla Banca e dalla Commissione Europea. Esso, fornendo *contingent mezzanina debt* (una sorta di garanzia), copre i rischi di traffico nei primi anni di sfruttamento economico dell'opera TEN-T. Si tratta, ancora, di uno strumento in cui i fondi della Commissione e della BEI contribuiscono mitigare la rischiosità di un progetto, rendendo più agevole l'intervento di finanziatori privati.

Inoltre la BEI effettua anche investimenti diretti di tipo *equity* in fondi che investono in grandi infrastrutture.

Un esempio concreto dei vantaggi di questo approccio "multiprodotto" è il Progetto dell'Autostrada A5 in Germania, dove un investimento di dimensioni limitate, ma con profilo di rischio elevato, ha dato un contributo notevole al finanziamento complessivo dell'opera. In questa transazione sono stati impegnati 3 strumenti della BEI: (i) un prestito con un elevato grado di rischio (ii) l'LGTT e (iii) la partecipazione della Bei in un fondo che ha finanziato l'equity del progetto.

In passato, alcuni Stati hanno proposto che la Commissione europea ampliasse le proprie responsabilità nei confronti dei progetti transeuropei di trasporto e, a tal fine, emettesse obbligazioni per incrementare il bilancio disponibile per questi progetti (i cosiddetti *Eurobonds*). Tale soluzione, è fino ad oggi, apparsa difficile da attuare, in particolare, sul piano politico.

A livello generale, per finanziare infrastrutture in grado di generare adeguati flussi di cassa, esiste un'alternativa ai prestiti bancari: il collocamento di titoli obbligazionari, direttamente collegati alla realizzazione ed allo sfruttamento economico dell'opera.

Attualmente, sul mercato, obbligazioni abbinate a progetti ed il cui rendimento e rimborso dipende esclusivamente dalla capacità del progetto di generare ritorni adeguati, sono molto rare. Questo è dovuto essenzialmente alle difficoltà che le assicurazioni *monoline* si sono trovate ad affrontare con la crisi.

Prima della crisi finanziaria, una parte consistente del mercato obbligazionario legato ai progetti era sostenuto da garanzie di *monolines* con merito di credito tripla A. Questo offriva ad alcune categorie di investitori interessati (fondi pensione, società di assicurazione, etc.), titoli a lungo termine, sicuri, stabili e con un profilo temporale coerente con le loro passività. Oggi, tali investitori istituzionali sembrano, in linea di principio, sempre interessati ai beni infrastrutturali, ma esitano a partecipare al loro finanziamento in assenza di un rafforzamento del merito di credito di tali obbligazioni.

Occorre quindi considerare la possibilità, da parte di istituzioni finanziarie solide come quelle del Club, di offrire, laddove vi siano le condizioni, garanzie su titoli emessi da società appositamente create per finanziare un progetto. Gli investitori nei *project bonds* beneficerebbero così di un merito di credito più elevato su tali titoli - o su *tranches* di essi - con la possibilità inoltre di avvalersi delle competenze che tali istituzioni detengono nella valutazione economico-finanziaria dei progetti. Tutto questo renderebbe più agevole il collocamento dei *project bonds* sul mercato.

Lo stesso risultato di *credit enhancement* si può raggiungere anche finanziando le *tranches* subordinate delle emissioni legate ai progetti, in modo da rendere più sicure, e quindi attrattive per alcuni classi di investitori, le *tranches senior*.

Inoltre si possono sviluppare prodotti di garanzia che tutelino da rischi specifici (superamento dei costi di costruzione, *performance* finanziaria

insoddisfacente del progetto), al fine di facilitare l'intervento di ulteriori investitori.

Ovviamente la maggiore rischiosità di tale tipo di interventi implica un rilevante impiego del capitale di queste istituzioni finanziarie. Il sostegno ad esse attraverso risorse pubbliche – magari con formule di *risk sharing* - può ridurre tale impiego. Ma anche la *partnership* tra investitori di lungo termine come quelli del Club, per condividere finanziamenti con un profilo di rischio più elevato a favore di progetti di rilievo europeo avrebbe l'effetto di ampliare i rispettivi margini di intervento.

In sintesi, l'idea è di estendere la logica degli strumenti LGTT e RSFF a nuovi prodotti di garanzia. Ciò al fine di utilizzare le limitate risorse pubbliche, nazionali o comunitarie, per sostenere interventi con profili di rischio più elevato da parte di investitori di lungo termine, in modo da attrarre gli investimenti dei privati, migliorando la rischiosità del loro intervento e generando un effetto leva sulle risorse complessive disponibili per i progetti.

Per concludere affrontiamo il tema dell'*equity*. Negli ultimi anni la BEI, insieme a istituzioni pubbliche e private, ha investito in una serie di fondi di *equity* per le infrastrutture i quali hanno oggi un ruolo importante come fonti di finanziamento, di capacità organizzative e di competenze a sostegno dei progetti infrastrutturali.

Ricordo che il Consiglio ECOFIN ha affidato alla BEI nel settembre 2008 il mandato di attivare, con altri *Long Term Investors* della UE, molti dei quali membri del Club, un fondo *equity* per le infrastrutture a carattere paneuropeo il quale, parallelamente al debito, potesse investire in grandi progetti.

Il fondo, noto come "Marguerite", è stato varato lo scorso dicembre con un capitale iniziale di 600 milioni di euro e un importo in *equity* previsto di 1,5 miliardi di euro. Ad esso è stata accompagnata un'iniziativa diretta al Co-finanziamento del debito pari a 5 miliardi di euro. Esso sarà regolato dai principi di mercato, investirà principalmente in operazioni *greenfield* nel settore dell'energia, nella lotta al cambiamento climatico e nelle infrastrutture di trasporto TEN. Infine è esso stesso un investitore di lungo periodo (con una durata di 20 anni) ed è previsto che le risorse siano investite nei prossimi 4 anni.

Marguerite presenta un altro aspetto di rilevante importanza nella misura in cui esso può fungere da modello per la creazione di altri fondi simili nella UE ed all'esterno, come avvenuto per il Fondo Inframed, promosso, fra gli altri, dalla Cassa Depositi e Prestiti e dalla CDC.

Concludo, ribadendo come l'uso mirato delle risorse nazionali e comunitarie ed il *know-how* della BEI e delle altre istituzioni finanziarie oggi presenti a questo incontro, nell'analisi dei progetti e definire nuove strutture dei finanziamenti saranno fondamentali per assicurare il successo della strategia di lungo periodo dell'Unione Europea e quindi per assicurarle competitività e coesione.