



ANSPC – Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito

Le infrastrutture materiali: solido pilastro di un processo di crescita

Ragioni e ostacoli all'investimento in infrastrutture

Relazione di base di

Stefano De Polis

Segretario Generale IVASS

Roma, 16 aprile 2019

Indice

Investimenti e crescita	2
Il finanziamento delle infrastrutture	5
La selezione e la qualità dei progetti.....	7
Strumenti finanziari innovativi	8
Il duplice ruolo delle compagnie di assicurazione	9
Conclusioni.....	10

Le infrastrutture rappresentano una delle leve più importanti del processo di crescita, non solo economica, di un paese. Il capitale istituzionale, umano e fisico, pubblico e privato, è la base per un buon funzionamento del sistema, per il suo sviluppo sostenibile e in ultima istanza per una società sana.

Gli investimenti in infrastrutture hanno una evidente funzione strategica; se ben orientati, essi sono in grado di dare, nel contempo, un contributo significativo allo sviluppo economico e al benessere umano. Oggi, le aspettative per una crescita economica e sociale sostenibile accentuano ulteriormente questa connotazione. Si tratta pertanto di scelte che richiedono approfondite e complesse valutazioni politiche, strategiche, economiche, tecniche e finanziarie, caratterizzate da ineliminabili elementi di incertezza connessi anche all'orizzonte non di breve periodo dei progetti.

Nel contempo la capacità di progettare e realizzare infrastrutture mette in evidenza i punti di forza e le debolezze di un sistema paese.

Investimenti e crescita

Nell'ultimo decennio l'economia italiana ha attraversato una crisi senza precedenti. Il prodotto interno lordo è diminuito di circa nove punti percentuali; è seguita una ripresa ancora debole. In questo contesto va attentamente valutata l'opportunità di aumentare e velocizzare la spesa destinata all'area delle infrastrutture e degli investimenti pubblici.

La relazione tra investimenti pubblici e crescita è stata esaminata in profondità in un recente intervento del Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco¹.

Nel breve periodo l'aumento del livello del prodotto determinato da una maggiore spesa per investimenti, misurato dal cosiddetto "moltiplicatore", dipende

¹ I. Visco, *Investimenti pubblici per lo sviluppo dell'economia*, settembre 2018.

da diverse variabili: le condizioni finanziarie che conseguono agli orientamenti della politica monetaria; l'efficiente attuazione dei programmi di investimento; le aspettative di sostenibilità del debito contratto per sostenere la spesa. Elemento, quest'ultimo, che va tenuto nella massima considerazione nel nostro Paese dato il livello del debito pubblico, su valori elevati in rapporto al prodotto.

Nel medio-lungo periodo il vero obiettivo è il rafforzamento del potenziale di crescita dell'economia. Inoltre, l'impulso fornito dalla maggiore spesa è più forte se gli investimenti effettuati risultano complementari al capitale privato, incrementandone la redditività marginale e incentivando per tale via quelli delle imprese.

Gli investimenti pubblici contribuiscono a costituire la dotazione di infrastrutture materiali di un paese. Per misurarla si possono utilizzare indicatori di tipo finanziario, basati sulle risorse impiegate, o indici di dotazione fisica (ad es. lunghezza delle reti di trasporto, qualità delle telecomunicazioni, etc.).

Se si fa riferimento a indicatori del primo tipo (costruiti con un metodo standard, detto dell'inventario permanente) la situazione dell'Italia appare sostanzialmente in linea con quella delle maggiori economie dell'area dell'euro².

Utilizzando indicatori fisici di dotazione infrastrutturale i risultati sono diversi. Ad esempio, in rapporto alla popolazione, la rete stradale e ferroviaria italiana risulta meno estesa di quelle di Francia, Germania e Spagna³; svantaggi riguardano anche la diffusione delle reti a banda larga.

Considerato che un ritardo dell'Italia rispetto agli altri paesi europei emerge solo dal secondo gruppo di indicatori, si può presumere che a tale divergenza contribuisca in modo decisivo una minore "efficienza" nella realizzazione delle

² Da rilevare, peraltro, che la spesa per investimenti fissi lordi delle Amministrazioni pubbliche si è ridotta in Italia negli ultimi anni ed è inferiore a quella registrata in altri paesi europei. In termini nominali è diminuita del 4 per cento all'anno in media dal 2008; una tendenza alla riduzione della spesa si osserva anche nel resto dell'area dell'euro, ma in misura meno pronunciata. In percentuale del PIL, la spesa è calata in Italia dal 3 per cento nel 2008 all'1,9 per cento nel 2018.

³ Cfr. European Spatial Planning Observation Network, *ESPON Atlas Mapping Territorial Structures and Dynamics*, 2014.

opere⁴.

Pur nell'impossibilità di confronti puntuali, ci sono riscontri che i costi e i tempi medi di realizzazione siano relativamente elevati nel nostro paese.

Per quanto riguarda i costi, secondo la verifica condotta nel 2018 dalla *European Court of Auditors*, l'Italia è il paese dell'Unione europea con il più alto costo di costruzione per le linee ferroviarie ad alta velocità già completate (28 milioni di euro per chilometro, contro i 12 della Spagna, i 13 della Germania e i 15 della Francia)⁵.

Per quanto riguarda i tempi, da indagini condotte nello scorso decennio è emerso che i tempi di realizzazione dell'alta velocità in Italia erano circa tre volte superiori a quelli di Francia e Spagna. Risultati confermati anche dai progetti cofinanziati dal Fondo europeo di sviluppo regionale che indicavano per il nostro paese ritardi di esecuzione pari a più del triplo della media europea⁶.

Si tratta di differenze la cui ampiezza non sembra giustificabile solo sulla base della diversa conformazione orografica dei territori.

Secondo i dati dell'Agenzia per la coesione territoriale (ACT)⁷, in media, nel nostro Paese la realizzazione di un'opera pubblica dura 4,4 anni, con punte di 14 anni per le grandi opere (di importo superiore ai 50 milioni di euro). Vi sono inoltre ampie differenze regionali.

In Italia i tempi di "attraversamento", cioè il periodo che intercorre tra la fine di una fase procedurale e l'inizio di quella successiva (ad esempio, l'intervallo tra la progettazione e l'affidamento dei lavori), rappresentano in media circa il 54 per cento della durata complessiva dei lavori pubblici; la loro eccessiva lunghezza può

⁴ Al riguardo si veda anche il capitolo *Le Infrastrutture*, in Banca d'Italia, *Relazione annuale sul 2010*, Roma, 31 maggio 2011.

⁵ Cfr. European Court of Auditors, *A European High-Speed Rail Network: Not a Reality but an Ineffective Patchwork*, Special Report, 19, Lussemburgo, 2018.

⁶ Per una discussione e per i relativi riferimenti si vedano: I. Visco, *L'efficienza della spesa per le infrastrutture*, Camera dei Deputati, 19 giugno 2012; Banca d'Italia, *Le infrastrutture in Italia. Dotazione, programmazione, realizzazione*, a cura di F. Balassone e P. Casadio, Seminari e Convegni, 7, 2011; Banca d'Italia, *L'efficienza delle spese per infrastrutture*, a cura di F. Balassone, Seminari e Convegni, 10, 2012.

⁷ I dati utilizzati sono relativi agli interventi delle Politiche di Coesione, specie quelli ricompresi nella programmazione dei Fondi Strutturali 2007-2013; i dati sono liberamente consultabili sul sito dell'ACT.

essere considerata indicativa di inefficienze e carenze nelle attività amministrative.

Sulla base di queste considerazioni, appare indispensabile razionalizzare l'intero processo di programmazione, valutazione e monitoraggio della realizzazione dei lavori: più accurate analisi dei costi e dei benefici delle opere, da condurre nella fase di selezione delle stesse; maggiore attenzione alla qualità della progettazione; appropriato ricorso ai sistemi di *e-procurement*; più evoluti strumenti di controllo al fine di garantire la costante verifica delle *performance* operative.

In generale è fondamentale dotare la Pubblica Amministrazione di stazioni appaltanti altamente professionali ed efficienti, anche mediante una riorganizzazione di quelle esistenti.

Il finanziamento delle infrastrutture

Le infrastrutture sono finanziate prevalentemente con risorse pubbliche. Secondo dati del *Financial Stability Board* (FSB), relativi ai soli finanziamenti erogati sotto forma di debito, a livello globale le risorse del settore privato costituiscono appena il 10 per cento del totale. Le banche sono i principali finanziatori privati, seguite in ordine di rilevanza da assicurazioni, fondi pensione e fondi di investimento. Gli investitori istituzionali tipicamente investono attraverso veicoli, quali gli *infrastructure funds*, e solo in casi limitati direttamente; negli ultimi anni il contributo degli investitori istituzionali è gradualmente cresciuto sebbene rimanga limitato in termini assoluti.

La crisi finanziaria ha avviato un ridimensionamento degli attivi delle banche e in molti paesi si è ridotta la capacità dei governi di sostenere gli investimenti facendo ricorso al bilancio pubblico. Sono così sorte preoccupazioni circa la disponibilità di risorse per il finanziamento dell'accumulazione di capitale.

Il problema dell'adeguatezza delle risorse finanziarie si pone anche in relazione al cospicuo fabbisogno di investimenti previsto per i prossimi anni. La Banca europea per gli investimenti (BEI) stima per l'Europa un fabbisogno annuale di risorse pari al 4,7 per cento del PIL per finanziare le infrastrutture nei settori dei

trasporti, dell'energia, dell'acqua, della sanità e delle telecomunicazioni (BEI, 2016). Per contro, sempre secondo la BEI, gli investimenti effettivi in infrastrutture sono attualmente pari all'1,8 per cento del PIL (BEI, 2018).

In Europa, il volume complessivo e il numero di operazioni di partenariato pubblico-privato (PPP) sono diminuiti significativamente dai livelli raggiunti prima della crisi finanziaria globale. Secondo il Centro europeo di consulenza per i PPP, il numero dei progetti finanziati è sceso da 140 nel 2008 a 64 nel 2016; negli stessi anni il loro valore è passato da oltre 25 miliardi di euro a 10.

Il limitato interesse del settore privato non bancario a partecipare al finanziamento di progetti infrastrutturali dipende da un insieme di fattori: durata elevata e illiquidità, alta rischiosità nella fase di costruzione, notevole complessità dei contratti in termini di numerosità delle controparti e di ripartizione dei rischi, scarsità di dati. L'ostacolo principale all'investimento privato è comunque il profilo di rischio dei progetti e la difficoltà della loro valutazione. Il tema è al centro dell'agenda delle autorità di politica economica. È uno dei principali filoni di lavoro del G20 e delle istituzioni comunitarie europee. È parte integrante dei programmi di lavoro di tutte le maggiori istituzioni internazionali e degli organismi della cooperazione in materia di regolamentazione e supervisione finanziaria.

I leader del G20 nella dichiarazione conclusiva dell'incontro dello scorso dicembre⁸, nel rimarcare il ruolo chiave delle infrastrutture per la prosperità economica e il persistente *gap* nei finanziamenti, si sono impegnati a favorire l'afflusso di capitali privati mediante la standardizzazione dei contratti, il miglioramento della qualità dei dati e l'offerta di strumenti che permettano una allocazione dei rischi più efficiente. A livello europeo, la Commissione ha lanciato nel 2015 un piano di investimenti (Piano Juncker) con l'obiettivo di sostenere una crescita economica stabile e sostenibile, utilizzando risorse pubbliche per far leva su investimenti del settore privato.

Per aumentare il contributo della finanza non bancaria agli investimenti

⁸ "G20 Infrastructure is a key driver of economic prosperity, sustainable development and inclusive growth. To address the persistent infrastructure financing gap, we reaffirm our commitment to attract more private capital to infrastructure investment. [...]"

infrastrutturali, occorre operare lungo due direttrici di fondo: (i) migliorare la selezione e la qualità dei progetti, soprattutto dal punto di vista finanziario; (ii) rendere più appetibile questa *asset class* per gli investitori attraverso una maggiore disponibilità di informazioni e di analisi, lo sviluppo di strumenti finanziari innovativi, soprattutto a livello comunitario, e la promozione di forme di intervento indiretto dello Stato, quali garanzie pubbliche sui prestiti e incentivi fiscali mirati. Nelle considerazioni che seguono, mi diffonderò con maggiori dettagli su queste due linee di intervento.

La selezione e la qualità dei progetti.

Il corretto disegno dei meccanismi di aggiudicazione è essenziale. Meccanismi che inducono le imprese a offerte troppo aggressive scoraggiano eventuali finanziatori delle imprese stesse. Specifiche mal scritte ingenerano rischi di contenzioso con il settore pubblico nella fase di completamento dell'opera.

Inoltre, rileva la qualità della programmazione finanziaria della pubblica amministrazione. Le amministrazioni pubbliche dovrebbero formulare piani di investimento pluriennali, stabili e realistici, che garantiscano certezza della disponibilità delle risorse e permettano alle istituzioni finanziarie di programmare la propria partecipazione, impiegando risorse sia professionali sia finanziarie. Il nuovo Codice dei contratti pubblici (d.lgs. 50/2016), la Legge di bilancio 2019 (l. 145/2018) e, in questi giorni, il decreto c.d. "Sblocca cantieri" hanno in parte affrontato tali aspetti, prevedendo – ad esempio – il ricorso a contratti-tipo, maggiore attenzione per la predisposizione dei documenti di gara, l'introduzione di un sistema di qualificazione della committenza pubblica, strutture tecniche con compiti di supporto alle amministrazioni in materia di selezione degli investimenti e di progettazione degli interventi; a giorni è atteso il decreto istitutivo della Centrale di progettazione dei beni ed edifici pubblici.

Il sistema può, dunque, beneficiare di ulteriori interventi volti a razionalizzare e a facilitare il ricorso al partenariato pubblico-privato (PPP).

Strumenti finanziari innovativi

Allo scarso interesse da parte degli intermediari finanziari tradizionali per il finanziamento delle infrastrutture potrebbe sopperire lo sviluppo di intermediari e strumenti specializzati (poco presenti in Europa), quali *project bonds*, *infrastructure funds*, PPPs.

Attualmente in Europa la normativa relativa a questi strumenti non è uniforme tra i vari paesi. Regole standardizzate a livello europeo ne favorirebbero la diffusione, consentendo a tali strumenti di raccogliere e investire in tutti i paesi comunitari. La Commissione ha recentemente definito le caratteristiche di una nuova fattispecie di intermediario finanziario, denominato *European Long-Term Investment Fund* o ELTIF⁹.

La disponibilità di informazioni chiare, standardizzate, complete e reperibili con semplicità sulle singole opere infrastrutturali è un fattore chiave per favorire la partecipazione del settore privato non bancario al loro finanziamento. Servono banche dati integrate e adeguati servizi di consulenza finanziaria. Vi sono attualmente alcune iniziative che si muovono in questa direzione. Di particolare interesse è il *Global Infrastructure Hub*, istituito nel 2014 su iniziativa del G20 con l'obiettivo di aiutare sia il settore pubblico sia quello privato a definire e adottare le migliori prassi internazionali in termini di preparazione e finanziamento dei progetti.

Altri possibili interventi riguardano il rafforzamento degli strumenti finanziari gestiti dalla Commissione, dalla Banca europea per gli investimenti, dal Fondo europeo per gli investimenti (FEI) e dalle banche di sviluppo nazionali (quali la Cassa depositi e prestiti, CDP) per il finanziamento delle infrastrutture. Tra questi vi sono gli *Euro project bonds*, le *Public-Private Partnerships* (ad esempio, lo *European PPP Expertise Centre*, EPEC, della BEI), i *debt funds* o *infrastructural funds* e i programmi per la concessione di garanzie.

⁹ Gli ELTIF sono fondi chiusi specializzati nel finanziamento di imprese e progetti infrastrutturali, che rientrano nella categoria più ampia dei fondi di investimento alternativi. Essi possono investire sia nel capitale di rischio sia in strumenti di debito e loro quote possono essere collocate anche presso investitori *retail*.

Il duplice ruolo delle compagnie di assicurazione

Il legame tra le compagnie e il comparto delle infrastrutture materiali è duplice: come assicuratrici e riassicuratrici di rischi dei progetti; come investitori nei programmi di finanziamento.

Il *project financing* delle infrastrutture è un'attività multidisciplinare che coinvolge numerosi soggetti specializzati. L'esigenza di ridurre l'incertezza dei *cash flow* attesi richiede di mitigare e cedere a compagnie e altri operatori professionali i rischi assicurabili, a beneficio della finanziabilità del progetto. Sono le 4 T per la strategia di gestione del rischio: trasferire, trattare, terminare, tollerare.

Il settore assicurativo è intermediato per coprire i danni che possono emergere nella fase di realizzazione del progetto: a titolo indicativo, essi possono riguardare l'opera (es. per calamità naturali); la responsabilità civile per errori umani e tecnologici; fino alle possibili perdite conseguenti a ritardi nel completamento del progetto.

In Italia le principali compagnie presenti operano nel settore. Il coinvolgimento delle compagnie può ampliarsi per cogliere le opportunità di investimento delle riserve. Spinge in questa direzione il crescente interesse verso forme di investimento "alternative" con il duplice obiettivo di accrescere la redditività media del portafoglio, che risente del contesto di bassi tassi dei titoli di stato e delle contenute prospettive di evoluzione dei tassi naturali, e di conseguire una maggiore diversificazione degli investimenti, mediamente in Italia più concentrati rispetto agli altri paesi europei.

Il legislatore europeo è molto attivo da anni sul fronte dei *Long Term Investments* (LTI). Il progetto europeo della *Capital Markets Union* valorizza il ruolo delle imprese di assicurazione in qualità di investitori istituzionali.

Tra il 2016 e il 2017, la Commissione ha emendato il regime regolamentare *Solvency II* introducendo un trattamento prudenziale di favore per gli investimenti in infrastrutture, siano essi realizzati acquistando titoli emessi da società del settore o mediante il ricorso a SPV. Di recente è stata introdotta una nuova categoria di attivi, gli investimenti a lungo termine in azioni, che possono beneficiare del requisito

patrimoniale di favore riservato alle partecipazioni strategiche (22%).

Nel 2015 gli investimenti in infrastrutture rappresentavano appena lo 0,5% dell'*outstanding* dell'industria assicurativa continentale (circa 50 miliardi su un totale investimenti di circa 10.000 mld.). Da una indagine condotta da EIOPA nel 2017 emergeva una chiara intenzione delle compagnie di incrementare la quota di investimenti "meno liquidi", tra i quali i progetti infrastrutturali. I dati hanno confermato questo trend positivo, ancorché molto graduale, atteso che nel 2017 l'incidenza degli investimenti in infrastrutture aveva raggiunto l'1% del totale. La distribuzione non è omogenea tra paesi.

Evidenze empiriche più recenti, raccolte intervistando un campione di gruppi assicurativi europei, confermano da un lato l'appetito verso questa forma di investimento e, dall'altro, il ruolo ancora marginale rivestito dal settore assicurativo nel finanziamento dei progetti infrastrutturali, sia a livello europeo sia a livello nazionale. L'Italia riesce a catalizzare una frazione del totale degli investimenti in infrastrutture del campione che oscilla, a seconda dei gruppi, tra il 6 e il 14%, diversamente ripartito tra *equity* e titoli di debito.

Si tratta di numeri ancora modesti ma l'interesse per il settore è ulteriormente cresciuto come testimoniano anche le iniziative in corso tra e nelle compagnie italiane ed europee.

Conclusioni

L'Italia ha bisogno di nuove infrastrutture materiali e di una altrettanto rilevante opera di rigenerazione di quelle esistenti. Sono essenziali per ammodernare il Paese, sostenere lo sviluppo economico e sociale, migliorare la qualità della vita e la sicurezza. Non dobbiamo inoltre dimenticare che la bassa dotazione di infrastrutture materiali è una delle "croniche fonti di debolezza dell'economia meridionale"¹⁰.

Dalla mia relazione emerge come l'obiettivo richiede un ecosistema favorevole

¹⁰ F. Panetta, *Economia e sviluppo del Mezzogiorno*, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, 2018.

e un grande lavoro di cucitura e coordinamento delle molteplici fasi di realizzazione dei progetti. Inadeguatezze, carenze e farraginosità si trasformano in mancato raggiungimento di obiettivi, contenziosi, ritardi, aumento dei costi.

Sono necessarie una visione strategica e piani coordinati di azione di lungo periodo, integrati a livello nazionale e internazionale, *in primis* a livello europeo. Scelte politiche che creino un contesto propizio in termini di chiarezza di indirizzi, funzionalità e certezza del quadro istituzionale e regolamentare. Solide strutture professionali e amministrative della Pubblica amministrazione in grado di gestire al meglio, con riguardo a qualità ed efficienza, le fasi di progettazione, assegnazione dei lavori ma anche di governo e controllo dei processi. Strategie di gestione dei rischi e di trasparenza informativa in grado di favorire la raccolta di finanziamenti anche mediante iniziative di partenariato pubblico-privato.

Un contesto favorevole all'assunzione di impegni a medio e lungo termine deve garantire certezze, anche rispetto a possibili evoluzioni del quadro regolamentare. Gli operatori hanno l'esigenza di agire e pianificare in un solco di continuità. Il maggior uso di strumenti negoziali tra PA e privati, sul modello del *ruling* fiscale, potrebbe far cadere diffidenze e accrescere l'interesse per i progetti infrastrutturali a vantaggio del sistema paese.

L'augurio è che anche gli investitori privati, siano essi banche, compagnie di assicurazione o fondi pensione, non facciano mancare il loro apporto.